

Du « *window dressing* » en matière de *bonus* ?
Analyse de l'attitude des régulateurs face aux rémunérations
des professionnels de la finance^{*}

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la
C.D.A.C.I. (Université de Montréal)
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

1^{ère} version
(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

PLAN DE L'ETUDE

I - <u>LES RÉACTIONS INTERNATIONALES ET EUROPÉENNES</u> : un G20 uni, une Europe en marche et des divergences nationales	5
A) <u>Cadre international</u>	5
B) <u>Cadre européen</u>	6
1) Positions de la Commission européenne : le signal politique	7
2) Position du Parlement européen : au-delà des mesures non contraignantes	10
C) <u>Cadres étatiques</u>	12
II - <u>LA RÉACTION FRANÇAISE</u> : éviter une privation des gains et une mutualisation des risques	15
A) <u>Réglementation, autorégulation et taxation</u>	15
1) Des règles permanentes	15
2) Des dispositifs supplémentaires limités dans le temps	17
B) <u>Appréciation critique de la réaction française</u>	19
1) Aspects positifs	20
2) Aspects négatifs : des avancées à dépasser	23
III - <u>CONCLUSION</u> : une remise en cause (malheureusement) trop faible des modèles sous-jacents	27

^{*} Ce texte a été mis à jour le 20 juillet 2010. L'auteur est intéressé à recevoir les remarques et les commentaires que susciterait cet article (tchout@yahoo.com).

Résumé : Si le dogme libéral a longtemps mis en avant la nécessité d'un interventionnisme restreint de l'autorité publique définissant *post hoc* le droit idéal comme un droit absent, cette idéologie semble être amenée à évoluer. Alors que le marché a longtemps été placé comme matrice de la civilisation et que ce phénomène a donné une place essentielle à la finance, différentes initiatives réglementaires françaises, européennes et mondiales remettent en cause ce paradigme et tentent d'encadrer les dérives du capitalisme contemporain axé sur un court-termisme à outrance et une irresponsabilité grandissante. La rémunération variable des opérateurs de marché (les fameux « *bonus* ») illustre ce phénomène de reflux du droit, un droit qui témoigne d'une collaboration entre acteurs publics et acteurs privés. Toutefois, ce nouveau paysage juridique n'est pas sans critiques. En effet, cette intervention se révèle trop limitée en l'état pour atteindre les ambitions que l'Etat français et ses homologues ne cessent de clamer : l'institution d'un pacte mondial à long terme.

Mots-clés : crise financière, *bonus*, banques, France, encadrement, taxation, régulation, droit comparé, appréciation critique.

« The banker must not only know what the transaction is which he is asked to finance and how it is likely to turn out but he also has to know the customer, his business and even his private habits » (J. Schumpeter, « Business Cycles », 1939).

1. La crise financière touche de plein fouet les métiers de la banque de financement et d'investissement. « Comme la soif de l'or autrefois, la soif de rendement a entraîné la planète finance aux confins de la crise systémique »¹. En dépit des débats actuels entourant la place des acteurs de la finance dans la tourmente économique de ces derniers mois, la critique du rôle de l'industrie financière et des investisseurs est aussi ancienne que le capitalisme moderne². Dès 1904, Veblen analysait la finance et la montée de la classe d'experts financiers comme prédatrices et parasitaires³. Depuis quelques mois, le thème des *bonus* des opérateurs de marché fait l'objet d'intenses débats au sein de la classe politique nationale et étrangère⁴. Les dirigeants politiques se montrent d'autant plus sensibles à cette question que celle-ci choque davantage les opinions publiques et ce, d'autant que le secteur financier a dû compter il y a à peine plus d'une année sur l'argent des contribuables pour éviter un possible effondrement. En fin d'année 2008, une majorité de Français a ainsi jugé excessifs les *bonus* versés à certains professionnels de la finance⁵. Cette hostilité a été d'autant plus intense que les excès en matière de *bonus* se sont accompagnés d'une montée des inégalités salariales aux extrémités de la

¹ P. Artus et M.-P. Virard, « Globalisation, le pire est à venir », La Découverte, 2008.

² Pour une présentation des critiques de la finance : L. Batsch, « Le capitalisme financier », La Découverte, Paris, 2002, *spéc.* p.91 et s.

³ T. Veblen, « The Theory of Business Enterprise », New Jersey, Transaction Books, 1904.

⁴ D. Delamaide, « Backlash on Bank Bonuses Now Reaching the Highest Political Levels », FinReg21, *Reforming Regulation of the 21st Century Financial Services Sector*, December 15, 2009.

⁵ Cette réaction d'hostilité est à souligner dans la mesure où le contribuable français n'a pas été mis à contribution pour renflouer des établissements financiers au bord de la faillite comme cela a été le cas aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Le plan français de soutien aux banques ne se traduit par aucune dépense publique nette.

distribution des revenus⁶. Or, cet émoi est loin d'être isolé dans le contexte européen ou, même, nord-américain. Ainsi que la presse en a été l'écho, les manifestations d'indignation se sont multipliées lorsque divers établissements financiers, ayant réalisé des pertes en 2008 et adhéré aux principes du G20, ont déclaré qu'ils prévoyaient de verser des *bonus* à certains de leurs opérateurs de marché. En Angleterre, vingt-trois grands établissements financiers ont provisionné environ sept milliards d'euros de rémunérations variables en cette d'année 2009, chiffre en augmentation de 50 % par rapport à l'année 2008. Aux Etats-Unis, c'est un chiffre de trente milliards de dollars qui a été provisionné au dernier trimestre de 2009 par *Morgan Stanley*, *Goldman Sachs* et *JP Morgan Chase*⁷. Cette actualité ne doit pas faire oublier les réactions négatives exprimées quelques temps auparavant suite à l'annonce d'*AIG* de distribuer, au premier trimestre de l'année 2009, 450 millions de dollars de primes à des salariés employés dans ses activités financières. Alors que les profits des établissements du secteur financier ont reculé en 2008 et 2009, le niveau de la rémunération globale versée n'a finalement guère varié et il n'était pas rare de voir, en pratique, des recrutements avec des *bonus* garantis sur trois ans, assis sur le produit net bancaire, sans même déduire les frais de gestion, le coût du risque ou le coût du capital alloué. Les acteurs de la finance ont clairement pêché par orgueil⁸ et ont été en proie à une trop grande cupidité⁹.

2. Si l'automne 2008 semblait avoir remis en cause le paradigme de la finance reine des disciplines et des marchés, il n'aura fallu que quelques mois pour que la pratique des *bonus* ne reprenne donc son cours¹⁰. Plusieurs lignes de métier sont concernées par cette forme de rémunération spécifique¹¹ : le centre de profits (qualifié de « *front* ») réunissant les « *traders* », les vendeurs, les analystes financiers et les ingénieurs de marché, et le centre des coûts (qualifié de « *support* ») réunissant le « *back-office* », le « *middle-office* » et les contrôleurs internes. A partir d'un certain niveau de responsabilité, les professionnels de marché perçoivent une rémunération fixe et une rémunération variable représentant plusieurs fois leur revenu fixe et distribuée une fois par an, le plus souvent en février, en

⁶ Conseil d'Analyse Stratégique, « Analyse : Faut-il rééquilibrer le partage de la valeur ajoutée et des profits en faveur des salariés ? », *Note de veille*, n°133, mai 2009.

⁷ En plus d'avoir annoncé la modification future de sa politique de rémunération, la banque *Goldman Sachs* a fait savoir qu'elle verserait ses *bonus* sous forme d'actions qui ne pourraient être cédées avant un délai de cinq ans (« Top Goldman Sachs Executives Won't Get Cash Bonus », *The Globe and Mail*, December 10, 2009).

⁸ M. Prada, « Crise financière et leçons de morale », dans *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Paris, 2009, p.211, *spéc.* p.213.

⁹ Assemblée nationale, « Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés », n°1798, 7 juillet 2009, consultable au lien suivant : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-info/i1798.asp>, *spéc.* p.25.

¹⁰ A s'en tenir à l'exemple français, la *BNP-Paribas*, la *Société générale* et le *Crédit agricole* ont annoncé dans la presse il y a quelques semaines de cela, la distribution de primes à leurs professionnels de marché. Au total, 7 750 *traders* se partageront 1,75 milliards d'euros. Pour les situations américaines et britanniques : « Les *bonus* repartent à la hausse à Wall Street », *Le Monde*, 23 février 2010 ; « Royaume-Uni : les *bonus* des banquiers ont augmenté de 40 % », *Le Monde*, 12 février 2010.

¹¹ Les responsables des salles de marchés bénéficient eux-mêmes de primes proportionnelles à la masse des *bonus* distribués parmi les opérateurs qu'ils encadrent. De plus, les revenus des salles de marchés comprenant les *bonus* fournissent un plancher aux rémunérations des équipes dirigeantes des banques.

fonction de critères variables (résultats de l'activité générale de la banque, de la division à laquelle appartient l'opérateur ou de la performance individuelle). Cette part variable de la rémunération est fonction des revenus générés lors des opérations de marché effectuées ou encore, de certaines autres opérations telles que les fusions-acquisitions et les levées de fonds sur les marchés actions/obligations¹². Certains économistes ont observé que si un financier percevait dans les années 1980 le même salaire que s'il avait travaillé dans un autre secteur de l'économie ; en 2000, ce professionnel gagnait 60 % de plus que s'il travaillait dans un autre secteur d'activité¹³.

3. Au travers de ces rémunérations astronomiques, les banques d'investissement, les banques, les fonds d'investissement ont tous contribué à une montée considérable des risques au niveau de chaque entreprise, mais plus encore à une aggravation générale du risque systémique¹⁴. En conséquence, plusieurs initiatives internationales et nationales ont été engagées depuis le début de la crise afin de modérer certaines politiques de rémunération. Les réactions des organisations internationales, des Etats et des professionnels de la banque et des marchés s'inscrivent en faveur d'un alignement des rémunérations sur une prise de risque plus prudente. Si des règles identiques semblent devoir se dessiner dans le monde, celles-ci ne sont pas à l'abri de critiques et des dissonances se font jour entre la position défendue par le G20 et celle adoptée dans différents pays (I). La France illustre cette évolution de la réglementation et, en parallèle, les insuffisances qu'elle soulève (II). L'ensemble de ces prises de positions donnent lieu *in fine* à une appréciation critique en raison du peu de remise en question du modèle économique sur lequel elles reposent (III)¹⁵. Bien que l'ensemble des niveaux des rémunérations du secteur bancaire ait suscité des controverses¹⁶, cet article se focalise sur les

¹² A titre d'exemple, un *trader* après trois ans d'expérience gagnera un *bonus* compris entre 100 % à 150 % de son salaire fixe annuel (T. Roulet, « Salaires et mobilité des professionnels de la finance », dans *Regards croisés sur l'économie*, Comprendre la finance contemporaine, mars 2008, n°3, La Découverte, p.75). De plus, les opérateurs du *front-office* gagnent dix à quinze fois plus que les opérateurs de contrôle.

¹³ T. Philippon and A. Reshef, « Skill-based Financial Development: Education, Wages and Occupations in the US Financial Sectors », National Bureau of Economic Research, September 2007, *Working Paper* n°13437.

¹⁴ Les principes sous-tendant les primes annuelles et les rémunérations variables favorisent une prise de risque excessive étant donné que, faute de dispositions imposant un *malus* ou des restitutions, les bénéficiaires touchent une partie des profits sans supporter les conséquences d'aucune perte au cas où le risque viendrait à se réaliser.

¹⁵ Les réformes récentes intervenues en droit des sociétés (telle que l'instauration du « *Say on pay* » qui permet aux assemblées générales des actionnaires de se prononcer, à titre consultatif, sur les rémunérations ou le renforcement de l'indépendance aux comités des rémunérations) sont une forme de réaction des Etats à la crise financière et au comportement critiquable des établissements financiers (pour un état des lieux en Europe : G. A. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, « Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis », *ECGI Law Working Paper No. 126/2009*, August 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1418463>). Toutefois, nous n'aborderons pas cet aspect dans la suite de nos développements tant ce sont les rémunérations des professionnels de marché qui constituent le cœur de notre étude.

¹⁶ La rémunération des administrateurs de sociétés cotées (essentiellement sa composante variable) fait aussi l'objet d'une attention particulière. A titre d'exemple, la Commission européenne a publié plusieurs prises de position dans ce domaine depuis 2004 : European Commission, « Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the Regime for the Remuneration of Directors of Listed Companies », April 30, 2009, C(2009) 3177, consultable au lien suivant : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_en.pdf ; European Commission, « Recommendation 2004/913/EC fostering an Appropriate Regime for the Remuneration of

rémunérations *stricto sensu* des professionnels de marché qui ont fait l'objet de peu d'études académiques en tant que telles¹⁷.

I - LES RÉACTIONS INTERNATIONALES ET EUROPÉENNES : un G20 uni, une Europe en marche et des divergences nationales

4. Les enceintes internationales (A) et européennes (B) ont défini des orientations et ont affiché, pour la première fois, un lien entre les politiques de rémunération et les règles prudentielles. Alors qu'une harmonisation se dégage des préconisations faites à l'échelon supranational, les Etats avancent en ordre dispersé (C).

A) Cadre international

5. Des orientations communes ont été adoptées lors du G20 de Pittsburg les 24 et 25 septembre 2009 qui ont été complétées par des principes plus précis et quantifiés, exposés dans deux documents du *Financial Stability Board*, publiés les 2 et 25 septembre 2009.

Bien que le sommet de Pittsburg qui a réuni les dirigeants du G20 ait témoigné de dissensions, il s'est *prima facie* orienté en faveur d'une régulation financière¹⁸ et a adopté des propositions communes. S'inspirant des suggestions françaises, britanniques et allemandes¹⁹, le G20 a ainsi décidé que les *bonus* au-delà d'un an devaient être interdits ; qu'une partie significative de la rémunération variable devait être étalée dans le temps, être liée à la « *performance* » et être versée sous forme d'actions ou de titres assimilés ; que les rémunérations des dirigeants et des cadres dont l'activité pouvait avoir un impact sur l'exposition de l'établissement devaient être alignées sur la « *performance* » et le « *risque* » et que la structure de ces rémunérations devait être transparente avec des comités dédiés agissant en toute indépendance. De même, diverses mesures (s'appuyant sur le contrôle des superviseurs nationaux) ont été adoptées afin de limiter les montants des primes. Non seulement les parts variables

Directors of Listed Companies », December 14, 2004 (*J.O.U.E.*, 29 décembre 2004, L. 385, p.55). En dépit d'un objet *a priori* différent de l'encadrement de la rémunération des professionnels de marché, ces recommandations 2004/913/CE et 2009/385/CE s'appliquent aux administrateurs des établissements financiers et des sociétés cotées et contiennent des règles additionnelles à la recommandation existante pour les services financiers, notamment en ce qui concerne la transparence des rémunérations des dirigeants.

¹⁷ F. Meunier, « Les hauts salaires dans la banque », *Revue française d'Economie*, 2007, Vol. XXII, n°1, p.49 ; M. de Goede, « Resocialising and Repoliticising Financial Markets: Contours of Social Studies of Finance », *Economic Sociology European Electronic Newsletter*, 2005, Vol. 6, n°3, p.19, <http://econsoc.mpifg.de/archive/esjuly05.pdf> ; L. B. Stearns and M. S. Mizruchi, « Banking and Financial Markets », dans N. J. Smelser, R. Swedberg, *The Handbook of Economic Sociology*, Russel Sage Foundation, Princeton University Press, 2005, p.284.

¹⁸ Le déploiement du nouveau cadre régulateur s'organise autour de trois grands blocs : un renforcement du contrôle des banques, un contrôle serré des sources de spéculation excessive et une nouvelle architecture institutionnelle. Le message est clair : l'heure de la régulation a sonné (C. Chavagneux, « Le G20 s'attaque à la régulation financière », *Esprit*, novembre 2009, n°359, p.56, *spéc.* p.62).

¹⁹ « *Bonus* : la lettre de Merkel, Sarkozy et Brown », *Les Echos*, 3 septembre 2009.

« (...) incompatibles avec le maintien d'une base de capital saine » doivent être limitées à un pourcentage des revenus nets, mais encore ces régulateurs nationaux doivent modifier les systèmes de rémunération en cas d'entreprise défaillante. Les Etats ont marqué leur adhésion à cet ensemble de principes et de normes d'application en s'engageant à agir de concert pour imposer de forts standards internationaux de rémunération mettant fin aux pratiques de prises de risques excessifs.

Attestant d'une volonté de réagir à une échelle internationale, les responsables politiques des grands pays industrialisés avaient saisi le *Financial Stability Board* au premier trimestre 2009. Même jugés incomplets, théoriques et inapplicables²⁰, le *Financial Stability Board* avait dégagé dans son rapport du 2 avril 2009 neuf principes pour favoriser des pratiques saines de gouvernance articulés autour d'un renforcement de la transparence dans l'attribution des rémunérations, d'un alignement de celles-ci sur une gestion prudente du risque et d'une supervision effective²¹. Des standards de mise en œuvre concrète, présentés le 25 septembre 2009 complètent ces principes²².

B) Cadre européen

6. L'Union européenne s'est portée au chevet de la crise financière²³ et l'annonce d'un renforcement de l'encadrement des *bonus* pour 2010 a été rapidement faite. Diverses initiatives ont été alors prises par les instances européennes, celles-ci variant d'un signal politique (1) au vœu d'une intervention plus forte pour mettre en place des mesures contraignantes (2). Ces initiatives démontrent une évolution dans le raisonnement qui a prévalu, jusqu'à présent, en matière de rémunération dans le secteur financier : la préoccupation est aujourd'hui centrée sur la structure des incitations que

²⁰ G. Dussilol (Institut Thomas More), « Réforme des *bonus*, un processus mal engagé » *La Revue parlementaire*, n°922, décembre 2009.

²¹ Financial Stability Board, « FSF Principles for Sound Compensation Practices », April 2, 2009, consultable au lien suivant : http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/page_2.htm. Les neuf principes sont : (1) les conseils d'administration doivent prendre une part effective dans la conception et la mise en œuvre des politiques de rémunération, (2) les conseils d'administration doivent contrôler les rémunérations de sorte qu'elles soient conformes aux principes qu'ils ont définis, (3) les équipes en charge du contrôle des risques doivent être indépendantes et disposer d'une autorité suffisante, leur rémunération devant être sans lien avec les secteurs dont elles ont la charge et proportionnée au rôle fondamental qu'elles jouent dans l'entreprise, (4) les rémunérations doivent prendre en compte tous les types de risques, (5) les rémunérations doivent être alignées sur les résultats, positifs ou négatifs, de l'entreprise, (6) l'échéancier de versement des rémunérations doit être corrélé avec l'horizon temporel des risques, (7) la composition des rémunérations entre numéraire, actions et d'autres types d'instruments doit être conforme avec la prise de risque, (8) la supervision des pratiques de rémunération doit être minutieuse et régulière, les carences identifiées devant faire l'objet d'un traitement rapide de la part du superviseur, (9) les institutions financières doivent, en temps opportun, rendre publiques des informations claires et complètes sur leurs pratiques de rémunération.

²² Financial Stability Board, « Principles of Sound Compensation Practices – Implementation Standards », September 25, 2009 (consultable au lien suivant : http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm). Le Comité de Bâle a intégré les principes du *Financial Stability Board* au deuxième pilier de la supervision prudentielle en juillet 2009 et a établi une méthodologie harmonisée des pratiques en matière de rémunération (Basel Committee on Banking Supervision, « Compensation Principles and Standards Assessment Methodology », January 2010, consultable au lien suivant : <http://www.bis.org/publ/bcbs166.pdf?noframes=1>).

²³ D. Gérard et G. Schaeken Willemaers, « L'Union européenne au chevet de la crise financière : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique*, 2010, n°2-3 (Tome XLIX).

reçoivent les employés des établissements bancaires. A côté de ces initiatives, le *Committee of European Banking Supervisors* a publié, le 20 avril 2009, un document intitulé « *High-level principles for Remuneration Policies* »²⁴. Ce document reprend les principes énoncés par le *Financial Stability Board* tout en y apportant des inflexions : une exigence de transparence interne pour permettre au personnel concerné de connaître les critères utilisés pour déterminer leur rémunération, l'inclusion dans la masse de la performance de critères qualitatifs relatifs au respect des principes de maîtrise des risques et l'affirmation que la proportion entre le fixe et le *bonus* doit être « *raisonnable* » sans que ce terme ne soit quantifié.

1) Positions de la Commission européenne : le signal politique

7. La Commission européenne a été le premier participant du G20 à transposer les conclusions du sommet relatives à la politique de rémunération dans le secteur des services financiers. Bien que moins détaillés que la proposition de modification des « *directives fonds propres* », la Commission a énoncé, le 30 avril 2009, des principes généraux guidant la politique de rémunération dans le secteur des services financiers qui s'inscrivent dans une approche strictement prudentielle²⁵. A travers cette recommandation 2009/384/CE, la Commission européenne a envoyé un signal politique fort et immédiat aux Etats membres et aux opérateurs de marché appelant à une modification substantielle de la manière d'élaborer et de mettre en œuvre les politiques de rémunération. S'appliquant à toutes les entreprises du secteur des services financiers et visant la rémunération des catégories de personnel « *dont l'activité professionnelle a une incidence matérielle sur le profil de risque de l'entreprise financière* »²⁶, la Commission européenne invite les Etats membres à adopter des mesures dans quatre grands domaines : structure de la politique de rémunération, gouvernement d'entreprise, divulgation de la politique de rémunération et surveillance²⁷. Ce texte rappelle la nécessité d'une politique de

²⁴ Committee of European Banking Supervisors, « High-level principles of Remuneration Policies », April 2009, consultable au lien suivant : <http://www.c-ebs.org/getdoc/34beb2e0-bdff-4b8e-979a-5115a482a7ba/High-level-principles-for-remuneration-policies.aspx>. Le bilan fait par le *Committee of European Banking Supervisors* en juin 2010 fait apparaître que si les mécanismes de gouvernance et le différé de la rémunération variable ont été mis en œuvre, les faiblesses se situent sur l'ajustement du système de rémunération aux risques importants et sur les pratiques inexistantes ou, incertaines, de certains établissements financiers (*Committee of European Banking Supervisors*, « Report on National Implementation of CEBS High-level principles for Remuneration Policies », June 2010, consultable au lien suivant : <http://www.c-ebs.org/documents/Publications/Other-Publications/Others/2010/ImplementationReportHLPR.aspx>).

²⁵ European Commission, « Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », 2009/384/EC, April 30, 2009. Pour plus de détails : I. Tchoutourian, « Nouvelles propositions de la Commission européenne en matière de rémunération », *Recueil Dalloz*, 2009, p.1268.

²⁶ Recommandation 1.2.

²⁷ Le rapport de la Commission européenne du 2 juin 2010 sur la mise en œuvre de la recommandation 2009/38/CE établit que seuls seize Etats membres ont adopté des mesures nationales conformes à la recommandation de la Commission (European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », June 2, 2010, consultable au lien suivant : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/com-2010-286-2_en.pdf). Le rapport de la Commission montre que l'application de la recommandation n'est ni uniforme ni satisfaisante. Six Etats membres n'ont pris pour le moment aucune mesure dans ce domaine

rémunération centrée sur une gestion efficace des risques²⁸ ; d'une prise en compte du long terme de l'entreprise²⁹ ; d'un juste équilibre entre les composants fixes et variables de la rémunération³⁰ ; d'une perception large de la performance³¹ ; d'une récupération de la rémunération variable qui aurait été versée de manière erronée³² ; d'un renforcement de la gouvernance à travers une implication des fonctions de contrôle dans l'élaboration de la politique de rémunération et son examen annuel³³, l'exigence de compétence et d'expertise de ceux participant à la définition de la politique de rémunération³⁴, la transparence au profit du personnel³⁵ et une gestion des conflits d'intérêts³⁶ ; d'une divulgation d'informations relatives à la politique de rémunération³⁷ et d'une surveillance prudentielle des politiques de rémunération au niveau national³⁸.

et ne projette pas de le faire. Par ailleurs, les mesures prises varient dans leur intensité et dans leur champ d'application en fonction des Etats membres. Ainsi, sept Etats membres ont étendu la mise en œuvre des principes de la recommandation à l'ensemble du secteur financier, comme pourtant la Commission les y invitait. Si nous aurons l'occasion de revenir sur ces aspects dans la deuxième partie de l'étude, il peut être relevé d'ores-et-déjà que la réaction française présente les particularités suivantes : adoption d'un arrêté complété par des engagements figurant dans un code de gouvernement d'entreprise, exigence d'une expertise et d'une qualification pour les administrateurs, divulgation de la politique de rémunération, application des principes de la recommandation de 2009 à l'ensemble des entreprises du secteur des services financiers et aux primes octroyées en 2009.

²⁸ Recommandation 3.1.

²⁹ Recommandation 3.2.

³⁰ Recommandation 4.1. Au point 4.2, la Commission européenne recommande que la composante fixe de la rémunération représente une fraction suffisamment importante de la rémunération totale et permette à l'entreprise de mener une politique de primes totalement souple.

³¹ Lorsque la rémunération varie en fonction des performances, son montant total doit être établi en combinant l'évaluation des performances de la personne et du département opérationnel concernés, avec celle des résultats d'ensemble de l'entreprise financière (recommandation 5.1). De plus, l'évaluation des performances doit s'inscrire dans un cadre pluriannuel afin de garantir qu'elle porte bien sur les performances à long terme et que le paiement effectif des primes est échelonné sur la durée du cycle économique de l'entreprise (recommandation 5.2). En outre, la détermination des performances individuelles doit tenir compte de critères non financiers tels que le respect des règles et procédures internes, ainsi que la conformité aux normes régissant les relations avec les clients et les investisseurs (recommandation 5.4).

³² Recommandation 4.6.

³³ Recommandations 6.3 et 6.5.

³⁴ Recommandations 6.2 et 6.4.

³⁵ Recommandation 6.7.

³⁶ Recommandation 6.1.

³⁷ Recommandation 7. La Commission européenne relève que les informations utiles concernant la politique de rémunération, ainsi que toute mise à jour en cas de modification de la politique, doivent être divulguées par l'entreprise financière de façon claire et aisément compréhensible pour les parties prenantes concernées. Cette divulgation peut prendre la forme d'une déclaration indépendante concernant la politique de rémunération, d'une publication périodique dans les états financiers annuels ou autre (recommandation 7). La Commission recommande dans son point 8 de rendre public les informations suivantes : le processus décisionnel suivi pour définir la politique de rémunération (des informations sur la composition et le mandat du comité de rémunération, les noms des consultants externes dont les services ont été utilisés pour définir la politique de rémunération et le rôle des parties prenantes concernées), le lien entre la rémunération et les performances, les critères pour mesurer les performances et la prise en compte du risque, les critères de performance ouvrant droit à l'attribution d'actions, d'options ou de composantes variables de la rémunération, les principaux paramètres et la justification des formules de prime annuelle et des avantages autres qu'en espèces.

³⁸ Recommandations 10, 11 et 12.

Toutefois, la Commission européenne privilégie depuis peu l'adoption de mesures législatives portant sur le secteur des banques et des entreprises d'investissement³⁹. En ce sens, le projet de modification des directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération⁴⁰ vise, d'une part, à imposer aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement l'obligation d'adopter des politiques et des pratiques de rémunération compatibles avec une gestion saine et efficace des risques et des principes de haut niveau en matière de bonne politique de rémunération⁴¹. D'autre part, ce projet a pour objectif de faire entrer les politiques de rémunération dans le champ de la surveillance prudentielle afin que les autorités de surveillance puissent exiger de prendre des mesures pour remédier à tout problème qu'elles détecteraient et faire en sorte qu'elles puissent imposer des sanctions financières ou autres⁴². Il est intéressant de noter que les Etats membres ont convenu lors du Conseil Ecofin de novembre 2009 de prendre en compte les normes de mise en œuvre du *Financial Stability Board* dans la proposition de révision de la directive sur les exigences de fonds propres. Parallèlement, des dispositions similaires sur les politiques de rémunération ont été introduites par des Etats membres dans la proposition de directive sur les

³⁹ Dans son rapport publié le 2 juin 2010, la Commission européenne se montre favorable à une proposition législative (European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *préc.*, p.12).

⁴⁰ European Commission, « Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards Capital Requirements for the Trading Book and for Re-securitisations, and the Supervisory Review of Remuneration Policies », COM(2009) 362 final, July 13, 2009, consultable au lien suivant : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0362:FIN:EN:PDF>.

⁴¹ En plus d'imposer que des informations soient publiées en ce qui concerne la politique de rémunération et les pratiques de l'établissement de crédit, la Commission européenne propose que les établissements de crédit respectent certains principes lorsqu'ils définissent et mettent en œuvre les politiques de rémunération pour les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur leur profil de risque : a) la politique de rémunération permet et promeut une gestion du risque saine et effective et n'encourage pas une prise de risque excédant le niveau de risque toléré de l'établissement de crédit, b) la politique de rémunération est conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts à long terme de l'établissement de crédit, c) l'organe de direction de l'établissement de crédit fixe les principes généraux de la politique de rémunération et est responsable de sa mise en œuvre, d) la mise en œuvre de la politique de rémunération fait l'objet, au moins une fois par an, d'une évaluation interne centrale et indépendante qui vise à vérifier qu'elle respecte les politiques et procédures de rémunération fixées par l'organe de direction (la fonction de supervision), e) lorsque la rémunération varie en fonction des performances, son montant total est établi en combinant l'évaluation des performances de la personne et du département opérationnel concernés avec celle des résultats d'ensemble de l'établissement de crédit, f) un équilibre approprié est établi entre les composantes fixe et variable de la rémunération totale; la composante fixe représente une part suffisamment importante de la rémunération totale pour qu'une liberté complète puisse être exercée en matière de politique de primes, et notamment la possibilité de ne verser aucune prime, g) les paiements liés à la résiliation anticipée d'un contrat correspondent à des performances effectives et ne doivent pas être conçus pour récompenser l'échec, h) la mesure des performances, lorsqu'elle sert de base au calcul des primes individuelles ou collectives, est ajustée en fonction des risques actuels et futurs et tient compte du coût du capital et des liquidités nécessaires, i) le paiement d'une partie importante des primes significatives est reporté pendant une durée appropriée et lié aux performances futures de l'établissement.

⁴² Les mesures correctives que peuvent imposer les autorités de surveillance sont à la fois d'ordre qualitatif (exiger une modification de la structure de rémunération pour réduire les risques) et quantitatif (infliger des amendes, imposer des exigences de fonds propres supplémentaires du fait d'une politique de rémunérations inadéquate).

gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs⁴³. Dans le Livre vert du 2 juin 2010, la Commission européenne est venue préciser que d'autres mesures suivront dans un futur proche pour les services financiers non bancaires, notamment les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et les compagnies d'assurance⁴⁴.

2) Position du Parlement européen : au-delà des mesures non contraignantes

8. Ainsi que l'indique la Commission dans la communication qui accompagnait sa recommandation 2009/384/CE, cette recommandation n'est qu'une première étape de la stratégie européenne. Aussi, le Parlement européen a-t-il adopté le 7 juillet 2010 une résolution sur le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées en Bourse et les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers⁴⁵. Si cette prise de position du législateur européen dépasse *ab initio* le domaine de la rémunération des professionnels de marché pour aborder celle des dirigeants de sociétés cotées, celle-ci est d'une importance considérable en raison de la volonté nettement exprimée d'amorcer un changement de politique.

Dans un premier temps, le Parlement européen réaffirme la nécessité de mettre en place un instrument plus robuste que les recommandations non contraignantes en matière de politique de rémunération et d'assurer un contrôle effectif de celle-ci⁴⁶. Le Parlement européen relève ainsi que les recommandations du 30 avril 2009 doivent être sérieusement renforcées sur la structure de rémunération et la mise en adéquation des risques et que la Commission européenne doit adopter des principes contraignants en s'appuyant sur les propositions du secteur financier contenues dans le rapport sur la directive relative aux exigences de fonds propres.

Dans un deuxième temps, le Parlement européen met l'accent sur quatre principes élaborés par le *Financial Stability Board*. Tout d'abord, il convient d'assurer une gouvernance efficace en matière de

⁴³ European Commission, « Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC », COM(2009) 207 final, April 30, 2009, consultable au lien suivant : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf.

⁴⁴ European Commission, « Green Paper: Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies », COM(2010) 284 final, June 2, 2010, consultable au lien suivant : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf. Dans sa résolution du 18 mai 2010 sur les questions de déontologie liées à la gestion des entreprises, le Parlement européen avait mentionné que la Commission devait proposer des modifications sectorielles à la législation relative aux services financiers afin de garantir la cohérence dans la politique de rémunération entre établissements bancaires et non bancaires (European Parliament, « Resolution on Deontological Questions related to Companies' Management », May 18, 2010, consultable au lien suivant : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2010-0165>).

⁴⁵ European Parliament, « Resolution on Remuneration of Directors of Listed Companies and Remuneration Policies in the Financial Services Sector », July 7, 2010, consultable au lien suivant : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2010-0265>.

⁴⁶ European Parliament, « Resolution on Deontological Questions related to Companies' Management », *préc.*

rémunération, ce qui passe par une attention accrue au comité de rémunération⁴⁷, à la contribution des actionnaires dans la politique de rémunération⁴⁸, à la rémunération spécifique des administrateurs non exécutifs⁴⁹ et au statut des administrateurs en charge du contrôle des risques⁵⁰. Ensuite, une mise en adéquation des rémunérations avec une politique prudente de prise de risque doit être assurée. Cette dernière se traduit par une adaptation des systèmes de rémunération⁵¹, par un contrôle du dispositif de gestion des risques opérationnels, par des critères de performance prédéterminés et mesurables (quantitatifs ou qualitatifs), par une prise en compte de la performance globale⁵², par un « *juste équilibre* » entre la part des éléments fixes et variables⁵³, par une absence de primes garanties, par une extension des règles à certains employés⁵⁴ et par l'introduction d'une éthique de la rémunération⁵⁵. En outre, le rééquilibrage de la structure de la rémunération est préconisé à travers un équilibre approprié entre la rémunération variable et fixe, une compatibilité de la rémunération variable avec la situation et le capital de l'établissement financier, un chiffrage du différé de l'élément variable de la

⁴⁷ Contrairement à la position de la Commission en 2009 qui restait évasive sur l'intervention du comité de rémunération si ce n'était à propos des informations entourant sa composition et son intervention dans la détermination de la politique de rémunération. Au niveau de sa composition, le comité de rémunération est composé d'un président et de membres ayant droit de vote et qui font partie de l'organe de direction tout en n'exerçant aucune fonction exécutive. Au niveau de ses pouvoirs, le comité de rémunération arrête la politique de rémunération, rend compte aux actionnaires et travaille étroitement avec un comité des risques. Par ailleurs, le comité de rémunération doit pouvoir sanctionner les actes de négligence grave en réduisant les paiements ou imposer le remboursement de la rémunération lorsque les performances se révèlent médiocres.

⁴⁸ Les actionnaires doivent être appelés à faire connaître leur avis sur les politiques de rémunération par un vote non contraignant lors de l'assemblée générale. Un mois auparavant, le Parlement européen appelait les États membres à mettre efficacement en œuvre des mesures en ce sens, telles que la directive sur les droits des actionnaires, en vue de supprimer les obstacles au vote et de renforcer la participation des actionnaires au vote (European Parliament, « Resolution on Deontological Questions related to Companies' Management », *préc.*).

⁴⁹ Les administrateurs n'ayant pas de fonction exécutive ne doivent être rémunérés qu'au travers d'une rémunération fixe qui exclut les éléments fondés sur la performance ou le cours de l'action.

⁵⁰ Les administrateurs chargés du contrôle des risques doivent être indépendants des unités organisationnelles qu'ils supervisent, disposer des pouvoirs nécessaires et être rémunérés indépendamment des performances de ces unités. Dans la recommandation 2009/384/CE, la Commission avait prévu que les membres du personnel participant à des procédures de contrôle devaient être indépendants des départements opérationnels qu'ils contrôlaient, jouir d'un degré d'autorité adéquat et être rémunérés en rapport avec la réalisation des objectifs associés à leurs fonctions, indépendamment des performances des secteurs opérationnels contrôlés.

⁵¹ La rémunération doit être adaptée à tous types de risques, proportionnelle à la prise de risque et sensible à l'horizon temporel des risques, existants et potentiels, qui ont une incidence sur les performances et la stabilité de l'entreprise. De plus, les systèmes de rémunération doivent être proportionnés à la taille, l'organisation interne et à la complexité des établissements financiers et refléter la diversité des différents secteurs financiers.

⁵² Le Parlement européen note que la rémunération en fonction de la performance doit lier la taille de la masse totale des primes à la performance globale et au capital social de la société et que la rémunération en fonction de la performance individuelle doit être basée sur une combinaison de la performance individuelle, de la performance de l'entité économique concernée et des résultats généraux de l'établissement.

⁵³ Ce principe du juste équilibre se trouvait déjà énoncé par la Commission européenne dans sa recommandation de 2009/384/CE. Des moyens de réduire ou de rétracter des éléments variables de rémunération doivent être institués pour le personnel dont la performance entraîne une détérioration des résultats de l'entreprise.

⁵⁴ Les principes mis en avant s'appliquent à tous les employés dont les activités professionnelles ont une incidence matérielle sur le profil de risque de l'entreprise pour laquelle ils travaillent. Les salariés sont ainsi visés à condition que leur rémunération globale se situe dans une tranche similaire à celle des cadres dirigeants, des preneurs de risques et des personnes exerçant une fonction de contrôle.

⁵⁵ A ce titre, le Parlement européen recommande que l'écart entre la rémunération la plus élevée et la rémunération la plus basse soit raisonnable et que tout régime d'assurance de responsabilité civile couvrant les cas de réclamation contre des décisions risquées ou des négligences graves doit être prohibé.

rémunération⁵⁶, le recours à des instruments autres que monétaires pour constituer une part substantielle de la rémunération variable, une appréciation des politiques à la rémunération globale, un plafonnement des indemnités de fin de contrat à l'équivalent de deux années de la composante fixe et une interdiction d'indemnités dans certaines circonstances⁵⁷. Enfin, ainsi que l'avait fait la Commission européenne en 2009, le Parlement européen souhaite l'exercice d'une surveillance prudentielle efficace et la participation des parties prenantes, ce qui nécessite une divulgation d'informations claires et détaillées et un accès à toutes informations utiles. Toutefois, le Parlement européen va plus loin en demandant que soient rendus publics les régimes de retraite ou de complément de retraite des entreprises et en rappelant que les entreprises publiques sont astreintes aux mêmes obligations de transparence que les sociétés financières.

Dans un troisième temps, le Parlement européen encourage des réflexions en vue d'instaurer un régime de divulgation basé sur le principe « *se conformer ou s'expliquer* »⁵⁸, de promouvoir une structure internationale commune pour identifier les personnes dont la rémunération dépasse le million d'euros, de renforcer la fonction des administrateurs non exécutifs, d'envisager le rôle des auditeurs internes et externes, d'éviter que la rémunération variable puisse échapper à l'imposition et de respecter les parties prenantes de l'entreprise financière (dont les salariés).

In fine, en plus d'axer sur un renforcement du cadre juridique existant, la résolution du Parlement européen souligne le caractère indispensable d'une approche coordonnée au plan européen et mondial pour garantir une concurrence équitable entre les places financières⁵⁹.

C) Cadres étatiques

9. Malgré des avancées incontestables au plan étatique, les traductions législatives s'avèrent inégales. Par exemple, le sujet des *bonus* se révèle sensible au Royaume-Uni. Pour s'en rendre compte, il suffit d'évoquer les réactions d'indignation suscitées par l'annonce de l'établissement *Northern Rock* de

⁵⁶ Si le principe d'un plafond est posé par la Commission européenne en 2009, aucun chiffre n'avait été proposé. Même si la part de la rémunération variable différée varie en fonction de l'entreprise, le Parlement européen préconise que 40 % au moins de l'élément de rémunération variable doit être différé et que ce montant est porté à 60 % sur au moins cinq ans lorsque l'élément de rémunération variable est particulièrement élevé.

⁵⁷ Le Parlement européen exclut le versement d'une indemnité de fin de contrat en cas de performance négative ou de départ volontaire.

⁵⁸ Sur ce principe qui intègre le droit français : V. Magnier, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation complexe », dans *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise*, Joly éditions, 2010 ; B. Fasterling et J.-C. Duhamel, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *R.I.D.E.*, 2009, n°2, p.129 ; J.-B. Poulle, « L'apparition du principe « se conformer ou expliquer » en droit français », *R.T.D.F.*, 2008, n°1 ; V. Magnier, « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *J.C.P.*, éd. E., 5 juin 2008, n°23, p. 3.

⁵⁹ La Commission européenne s'exprime de manière identique dans son rapport du 2 juin 2010 (European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *préc.*, p.12). Les ministres des finances, réunis à Saint Andrews le 7 novembre 2009, ont d'ailleurs rappelé, dans leur communiqué final, la nécessité d'une action concertée : « (...) pour assurer que les politiques et les pratiques de rémunération appuient la stabilité financière et sont alignées avec la création de valeur à long terme, nous nous engageons à intégrer de toute urgence les standards du CSF dans nos cadres nationaux ».

proposer à ses 4500 employés une prime représentant 10 % de leur salaire. Ceci explique que la Grande-Bretagne ait été l'une des premières à vouloir que les restrictions en matière de *bonus* décidées au G20 soient appliquées dès 2009, le régulateur bancaire britannique (la *Financial Services Authority*) requérant des banques le renforcement de leur capital lorsque leur politique de rémunération leur faisait prendre trop de risques. En mars 2009, la *Financial Services Authority* a soumis à consultation un code de pratique concernant les rémunérations⁶⁰. Le 10 décembre 2009, le gouvernement britannique a été plus loin en instaurant une taxe temporaire sur les *bonus* (« *Bank Payroll Tax* »)⁶¹ : les entreprises du secteur bancaire⁶² – banques britanniques, filiales de banques étrangères et sociétés de crédit immobilier – doivent acquitter une contribution de 50 % sur les *bonus* distribués⁶³ dépassant 25 000 livres versées au 5 avril 2010 au profit des employés exerçant un emploi bancaire relevant directement ou indirectement d'une activité faisant l'objet d'une supervision de la part de la *Financial Services Authority*⁶⁴. Il y a quelques semaines, le Premier ministre anglais a d'ailleurs confirmé la position proactive de son gouvernement en appelant les pays européens à réfléchir sur la création d'une taxe sur les transactions financières. Dans le même sens, le rapport sur la gouvernance des établissements financiers de Sir David Walker, qui a été rendu public en 2009, propose une attention particulière aux risques (recommandation n°24), l'introduction de clauses de mise en paiement et de remboursement conditionnels à la performance effectivement générée et aux risques engendrés (recommandations n°33 et 34) et un renforcement de la transparence au travers d'une divulgation par les banques de l'identité des employés gagnant plus d'un million de livres par an (recommandation n°31)⁶⁵. L'Allemagne atteste également d'un volontarisme certain. Le régulateur allemand des marchés a laissé jusqu'à la fin de l'année 2009 aux établissements bancaires pour réviser leur système de rémunération⁶⁶ et a annoncé une intervention législative pour le printemps prochain. De plus, l'autorité financière allemande a publié une version révisée de sa circulaire contenant les exigences minimum pour la gestion du risque dans les institutions financières en droite ligne des

⁶⁰ Financial Services Authority, « Reforming Remuneration Practices in Financial Services. Feedback on CP09/10 and Final Rules », Policy Statement 09/15, August 2009.

⁶¹ Le 29 juin 2009, le *HM Revenue & Customs* avait publié un projet de « *Code of Practice on Taxation for Banks* » pour encourager les établissements financiers à se conformer à la lettre et à l'esprit de la loi en matière fiscale. Le ministre britannique a fait savoir, fin décembre 2009, que ce code allait être prochainement adopté.

⁶² Cette taxe ne s'applique qu'au secteur bancaire. Ainsi, les entreprises d'investissement ou de *trading* indépendantes d'une structure bancaire sont exonérées de la taxe

⁶³ Les *bonus* accordés par le biais d'un intermédiaire (tel qu'une société écran), les accords visant à reporter au-delà du 5 avril 2010 le versement d'une rémunération variable qui entrerait dans l'assiette taxable et tout équivalent d'une rémunération variable (tel que l'octroi d'un prêt à des conditions favorables) sont pris en compte.

⁶⁴ P. Jenkins, « Bankers Furious at UK Bonus Supertax », *Financial Times*, December 9, 2009. Pour en savoir plus sur la portée de cette réforme : E. F. Greene, « UK Pre-Budget Report Targets Banking Sector », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, December 27, 2009. L'autorité anglaise des services financiers devrait être investie prochainement de pouvoirs de sanction plus puissants contre les pratiques de rémunérations individuelles qu'elle juge risquées.

⁶⁵ D. Walker, « A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities », July 16, 2009 (http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm).

⁶⁶ B. Menou, « Les banques allemandes en conformité sur les *bonus* dès 2009 », *L'Agefi*, 11 décembre 2009.

positions du *Financial Stability Board* et du *Committee of European Banking Supervisors*⁶⁷, circulaire dont elle a renforcé le *corpus* en décembre 2009⁶⁸.

A l'opposé, les Etats-Unis et la Suisse sont plus en retrait⁶⁹. Tout d'abord, alors que la banque centrale américaine a ordonné aux plus grands établissements financiers de revoir leur politique de *bonus* et que le secrétaire du Trésor a souhaité mettre fin aux pratiques irresponsables⁷⁰, le législateur nord-américain s'est montré réservé et ne s'est pas inscrit dans cette logique punitive. Non seulement il a renoncé au projet de plafonnement et de taxation des *bonus* perçus par les employés ayant des revenus annuels supérieurs à 250 000 dollars⁷¹, mais encore le *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de décembre 2009 n'introduit pas de règles plus contraignantes que celles déjà contenues dans le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act* de juillet 2009⁷². Ensuite, si l'autorité suisse des marchés financiers (*Swiss Financial Market Supervisory Authority's*) vient de préciser, dans une circulaire entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2010, qu'il faut éviter que les systèmes de rémunération n'incitent à prendre des risques excessifs, ce document n'a qu'un champ d'application restreint (les sept plus grandes banques et les cinq plus grandes compagnies d'assurance du pays), mentionne expressément que les nouvelles normes ne limitent pas le montant des rémunérations variables et se révèle moins contraignant que le projet initialement publié⁷³.

⁶⁷ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, « Rundschreiben 15/2009(BA) – Mindestanforderungen an as Risikomanagement – MaRisk », August 14, 2009, consultable au lien suivant : <http://www.bafin.de>.

⁶⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, « Rundschreiben 15/2009(BA) – Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten », December 21, 2009, consultable au lien suivant : <http://www.bafin.de>.

⁶⁹ L'attitude canadienne est similaire. Par l'intermédiaire de son ministre des Finances, le Canada a annoncé qu'il se refusait à tout projet de taxation des *bonus* (B. Curry, « Flaherty Rejects Bank Bonus », *The Globe and Mail*, December 10, 2009). Or, cette prise de position n'est pas dénuée d'intérêt. Une analyse menée par le quotidien *The Globe and Mail* démontre que les primes versées par les six plus grandes banques canadiennes à leurs dirigeants pour l'exercice 2009 atteindront 8,3 milliards, ce qui représente une progression de 18 % par rapport à 2008 et de 4 % par rapport à 2007.

⁷⁰ J. Morphy, « Fed Proposes Incentive Compensation Policies for Banking Organizations », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, November 3, 2009.

⁷¹ P. de Gasquet, « Le Sénat américain a renoncé à la voie de la taxation », *Les Echos*, 10 décembre 2009. Quelques mois auparavant, la présidente de la *Securities and Exchange Commission* avait pourtant mis en garde les établissements financiers sur le montant des *bonus* et des incitations (D. Delamaide, « SEC's Schapiro Warns Broker Firms on Recruitment Bonuses, Financial Incentives », *FinReg21, Reforming Regulation of the 21st Century Financial Services Sector*, August, 17, 2009).

⁷² *Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*, HR 4173, 111th Cong., 1st sess., consultable au lien suivant : <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c111:1:/temp/~c111wFzEm6>. Cet abandon est confirmé dans la version définitive de ce texte approuvé par la Chambre des représentants et le Sénat : *Restoring American Financial Stability Act of 2010*, HR 4173 (consultable au lien suivant : <http://www.govtrack.us/data/us/bills.text/111/h/h4173enr.pdf>). Toutefois, les Etats-Unis ont pris une position plus radicale en décidant de neutraliser les établissements « *too big to fail* » et en limitant les activités spéculatives des banques. En outre, le département du Trésor, la Réserve fédérale américaine et l'organisme fédéral d'assurance dépôt ont divulgué des lignes directrices finalisant les propositions faites en octobre 2009 visant à encadrer les incitations en matière de politique de rémunération (« Guidance on Sound Incentive Compensation Policies », June 21, 2010, 75 Fed. Reg. 36395, at 36396 and 36405, consultable au lien suivant : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20100621a1.pdf>).

⁷³ *Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA*, « Rundschreiben 10/1: Vergütungssysteme-Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten », November 11, 2009, consultable au lien suivant : <http://www.finma.ch/d/aktuell/Seiten/mm-rs-verguetungssysteme-20091111.aspx>.

10. Les initiatives tant internationales que nationales sont finalement en nombre. D'un côté, les solutions proposées varient en fonction du type et de la taille de l'institution visée et du personnel concerné. D'un autre côté, l'ensemble des positions consacre des innovations en matière de *corporate governance*, des règles substantielles sur les systèmes de rémunération, un renforcement de la transparence et un développement de la réglementation prudentielle⁷⁴.

II - LA RÉACTION FRANÇAISE : éviter une privation des gains et une mutualisation des risques

11. C'est dans un contexte riche que le gouvernement français et les milieux d'affaire ont décidé de réagir à la pratique des *bonus* (A). Cette réaction oscille entre édiction de normes contraignantes par le législateur ou le pouvoir réglementaire et de démarches d'autorégulation privilégiées par les organisations professionnelles. En dépit d'une approbation de ces interventions par de nombreux spécialistes, le bilan s'avère mitigé et les interrogations demeurent multiples (B).

A) Réglementation, autorégulation et taxation

12. Alors que certaines mesures ont une portée étendue (1), d'autres s'avèrent limitées en raison de leur caractère temporaire (2).

1) Des règles permanentes

13. Les dispositions françaises permanentes présentent la particularité de constituer une combinaison de textes réglementaires et de normes professionnelles qui tendent à une maîtrise des risques par son intégration dans les obligations de contrôle interne.

14. Un arrêté du 3 novembre 2009 relatif aux rémunérations des personnels « *dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement* » a traduit en France les lignes directrices internationales et européennes⁷⁵. Les standards développés par les autorités françaises s'organisent en trois axes.

Premièrement, un chapitre consacré à la prise en compte des risques dans la politique de rémunération est inséré dans le règlement n°97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements

⁷⁴ P. O. Mülberty, « Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis - Theory, Evidence, Reforms », *ECGI Law Working Paper No. 130/2009*, April 2010, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1448118>, spéc. p.34 et s.

⁷⁵ *J.O.*, 5 novembre 2009, p.10. Voir : G. de Francieu, « Nouvelles règles d'encadrement des *bonus* des traders », *Option finance*, 7 décembre 2009, n°1055, p.32 ; S. Robineau et S. Viller, « Encadrement des *bonus* dans les banques, une impulsion nouvelle pour les mécanismes d'attribution d'actions aux salariés », *Option finance*, 9 novembre 2009, n°1051, p.34.

de crédit et des entreprises d'investissement. Ce nouveau chapitre introduit des règles destinées à encadrer l'attribution des *bonus* aux professionnels de marché et aux principaux dirigeants. Ainsi, les entreprises doivent s'assurer que le montant total des rémunérations variables n'entrave pas leur capacité à renforcer leurs fonds propres. Les banques doivent également appliquer des politiques de rémunération et mettre en oeuvre des procédures pour prévenir les risques et ce, en conformité avec le chapitre introduit et de façon cohérente avec les normes professionnelles⁷⁶. En outre, le montant de l'enveloppe consacrée à la rémunération variable et sa répartition doivent être déterminés en tenant compte de l'ensemble des risques, y compris du risque de liquidité inhérent aux activités concernées, ainsi que du capital nécessaire eu égard aux risques encourus. Au titre de la maîtrise des risques, les entreprises doivent pouvoir réduire significativement le montant des rémunérations variables lorsque des pertes sont constatées⁷⁷. Par ailleurs, l'article 31-4 de l'arrêté du 3 novembre 2009 préconise que les établissements financiers veillent, concernant les salariés, professionnels des marchés financiers, dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur leur exposition aux risques :

- 1° A ce qu'une part significative de la rémunération soit variable et versée sur la base de critères et indicateurs permettant de mesurer les performances (financières et extra-financières) individuelles ou collectives ainsi que celles de l'entreprise ;
- 2° A ce que la rémunération variable ne soit pas garantie au-delà d'un an même dans le contexte d'une embauche ;
- 3° A ce qu'une fraction importante de cette rémunération variable soit versée sous condition de résultat et différée sur plusieurs années, avec un rythme de versement qui ne doit pas être plus rapide qu'un *prorata temporis* ;
- 4° A ce qu'une part importante de la rémunération variable prenne la forme d'actions, d'instruments adossés à des actions, d'instruments indexés de manière à favoriser l'alignement sur la création de valeur à long terme, ou, pour les sociétés non cotées, d'autres instruments équivalents (l'attribution des actions ou des instruments adossés à des actions est subordonnée à l'existence d'une période d'acquisition ou d'une durée de détention minimale) ;
- 5° A ce que, en cas de pertes de l'activité considérée, la part de la rémunération différée susceptible d'être versée aux salariés soit substantiellement réduite ou ne soit pas versée.

Les entreprises doivent aussi interdire à leurs salariés de recourir à des stratégies individuelles de couverture ou d'assurance en matière de rémunération ou de responsabilité qui limiteraient la portée des dispositions d'alignement sur les risques contenus dans leurs dispositifs de rémunération.

Deuxièmement, l'arrêté du 3 novembre 2009 contribue à renforcer la transparence. En effet, ce texte prévoit que les banques doivent publier dans un rapport transmis, chaque année, à l'Autorité de contrôle prudentiel⁷⁸ des données non seulement qualitatives liées au processus décisionnel et aux caractéristiques de la politique de rémunération⁷⁹, mais encore quantitatives portant sur les

⁷⁶ Article 31-2.

⁷⁷ Article 31-3.

⁷⁸ Créée par l'ordonnance n°2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.

⁷⁹ Article 43-1 1° et 2°.

rémunérations versées aux dirigeants et aux opérateurs de marché⁸⁰. Sur ce dernier aspect, il s'agit de communiquer notamment sur le montant des rémunérations totales (avec la répartition entre part fixe et part variable), sur le montant et la forme des rémunérations variables (avec la répartition entre part différée et non différée et entre part acquise et non acquise) et sur le montant de la part des actions. Cette divulgation facilite l'examen par l'Autorité de contrôle prudentiel de la cohérence entre le montant total des rémunérations variables exprimé en pourcentage du produit net bancaire et l'exigence d'un niveau suffisant de fonds propres⁸¹.

Troisièmement, ce texte du 3 novembre 2009 prévoit la création d'un comité des rémunérations composé majoritairement de membres indépendants et compétents au sein des conseils d'administration des établissements financiers⁸².

15. Cet arrêté ministériel se contente de fixer des principes généraux. Aussi, il faut se reporter au texte élaboré par la *Fédération Bancaire Française* (FBF) et communiqué au gouvernement en novembre 2009 pour avoir des seuils quantitatifs nécessaires à l'application de ces principes. Ces « *Normes professionnelles concernant la gouvernance et les rémunérations variables des professionnels des marchés financiers* » précisent que les rémunérations variables différées doivent représenter au moins 50 % des rémunérations variables et doivent être différées sur, au moins, trois années après l'année du paiement ; que la fraction différée des rémunérations variables les plus élevées doit représenter au moins 60 % de la rémunération variable et que les rémunérations variables, attribuées sous forme d'actions (qui sont détenues pendant une période d'au moins deux ans), doivent représenter au moins 50 % des rémunérations variables.

2) Des dispositifs supplémentaires limités dans le temps

16. Un arrêté du 10 septembre 2009 a prévu la nomination d'un contrôleur des rémunérations dont la compétence s'exerce jusqu'au 31 décembre 2010 pour les banques qui ont racheté les titres souscrits par la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), au-delà pour Dexia et BPCE. Ce contrôleur est chargé d'analyser les systèmes de rémunération et les cent premières rémunérations individuelles de professionnels de marché de chaque banque aidée, afin d'en établir la conformité aux règles édictées et la compatibilité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat. Le contrôleur jouit d'un accès presque illimité à l'information, dispose d'un pouvoir de recommandation auprès des dirigeants et peut saisir l'Autorité de contrôle prudentiel. Les dirigeants des banques s'engagent, en outre, lorsque le contrôleur le demande, à communiquer au conseil d'administration et, le cas échéant, à l'assemblée générale les recommandations que celui-ci a formulées. Le contrôleur des rémunérations rend compte

⁸⁰ Article 43-1 3°.

⁸¹ Article 43-1 3°.

⁸² Article 43-3.

au ministre de l'économie et établira à cette fin un rapport à l'issue de la première année d'application de la convention.

17. Suite à une décision politique prise en décembre 2009, le législateur français a complété le cadre réglementaire des *bonus* afin de contraindre les établissements financiers à modifier le mode de rémunération de ses salariés⁸³. Il a été fait appel à l'instrument fiscal et à une taxation de 50 % des *bonus* supérieurs à 27 500 euros qui seront distribués par les banques en 2010⁸⁴.

En vertu de la loi du 9 mars 2010, la taxe instituée est assise sur la part variable des rémunérations attribuées, au titre de l'année 2009, par les établissements financiers et les entreprises d'investissement, à ceux de leurs salariés professionnels des marchés financiers⁸⁵ « dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'exposition aux risques de l'entreprise », ainsi qu'aux professionnels de marché sous le contrôle desquels opèrent ces salariés. En d'autres termes, les personnes redevables de la taxe ne sont pas les personnes physiques bénéficiaires des *bonus*, mais les personnes morales qui les emploient et qui relèvent de la supervision bancaire française. Une condition territoriale est prévue puisque les personnes morales doivent exploiter une entreprise en France au sens du I de l'article 209 du Code général des impôts, ce qui inclut les entreprises dont l'imposition des bénéfices est attribuée à la France par une convention internationale relative aux doubles impositions, en particulier des établissements stables et filiales de groupes étrangers, ainsi que les succursales d'organismes de pays tiers établies en France.

La part variable correspond au montant brut de l'ensemble des éléments de rémunération attribués à ces salariés au titre de l'année 2009 (soit les sommes et avantages, y compris en nature, accordés en contrepartie du service rendu par le salarié) en considération de leurs performances individuelles ou collectives⁸⁶, y compris lorsque leur versement et leur acquisition définitive sont sous conditions, à l'exception des sommes leur revenant au titre de l'intéressement ou de la participation des salariés aux résultats de l'entreprise. Les éléments de rémunération qui entrent dans l'assiette de la taxe sont pris en compte quelle que soit l'année de leur versement ou celle au cours de laquelle leur acquisition est définitive⁸⁷. Lorsque la part variable prend la forme d'une attribution d'options sur titres, d'actions gratuites ou d'autres titres consentis à des conditions préférentielles, y compris lorsque cette attribution est effectuée par une société mère ou filiale de l'entreprise dans laquelle le salarié exerce

⁸³ Article 2 II de la loi n°2010-237 du 9 mars 2010 de finances rectificative pour 2010.

⁸⁴ L. Robequain et G. Maujean, « Bonus : taxation moins douloureuse que prévu pour les banques », *Les Echos*, 17 décembre 2009 ; E. Le Boucher, « Le trader à genoux devant le contribuable », *Enjeux*, novembre 2008, Editorial.

⁸⁵ Selon le rapport de l'Assemblée nationale, ne sont pas retenues les rémunérations des salariés de leurs filiales qui ne sont pas redevables de la taxe et qui sont détachés en France, non plus que les rémunérations des mandataires sociaux non salariés (Assemblée nationale, « Rapport sur le projet de loi de finances rectificative pour 2010 (n° 2239) », n°2268, 27 janvier 2010, consultable au lien suivant : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rapports/r2268.pdf>, spéc. p.120 et s.).

⁸⁶ Ceci est conforme aux nouvelles normes professionnelles établies par la *Fédération bancaire française* et aux prescriptions de l'arrêté du 3 novembre 2009 (article 31-4).

⁸⁷ Cette prescription est en droite ligne des nouvelles règles d'étalement et de conditionnalités prévues par l'article 31-4 de l'arrêté du 3 novembre 2009.

son activité, l'assiette est égale à la juste valeur de ces options, actions ou titres à la date de leur attribution⁸⁸.

**Synthèse des dispositions françaises
encadrant les rémunérations des professionnels de marché**

Dispositif	Objet	Durée
Arrêté du 3 novembre 2009 complété par les normes professionnelles de la <i>Fédération bancaire française</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Limitation des <i>bonus</i> garantis à un an ; - Différer au moins 50% de la rémunération variable ; - Verser au moins 50% de la rémunération variable sous forme d'actions ou d'instruments équivalents ; - Conditionnement du versement de la part différée à des critères de performance 	Permanent
Conventions relatives aux pouvoirs du contrôleur des rémunérations, signées entre l'Etat et les banques	Contrôle des systèmes de rémunération et des cent premières rémunérations	Jusqu'au 31 décembre de l'année qui suit la fin des apports de la SPPE, soit jusqu'au 31 décembre 2010 (au-delà pour BPCE et Dexia)
Article 2 II de la loi du 9 mars 2010 de finances rectificative pour 2010	<ul style="list-style-type: none"> - Taxe due par les établissements de crédit et entreprises d'investissement employeurs ; - Prise en compte du montant brut de la part variable de l'ensemble des éléments de rémunération - Fixation du taux à 50 % ; - Fraction imposable excédant le seuil de 27 500 euros 	Application aux <i>bonus</i> versés en 2010 au titre de 2009 sur les opérations de marché réalisées et « <i>débouclées</i> »

B) Appréciation critique de la réaction française

18. D'une part, les évolutions du cadre juridique français doivent être soulignées pour de multiples raisons (1). Mais, ces aspects positifs ne sauraient occulter des aspects plus négatifs qui tendent à minimiser l'impact des conséquences de cet encadrement sur les futures pratiques de rémunération (2).

⁸⁸ Ces dispositions concernant la valorisation de l'assiette des *bonus* est en adéquation avec l'article 31-4 de l'arrêté du 3 novembre 2009 disposant qu'une part « *importante* » de la rémunération variable doit être versée en titres.

1) Aspects positifs

19. En dépit des dangers attachés à des réglementations à la hussarde, il était urgent de réagir⁸⁹ et l'état d'esprit du droit français devait changer face à ce mode d'intéressement spécifique que sont les *bonus*. Des études récentes confirment que les rémunérations variables non seulement sont une source de prise de risque en raison de la recherche de volatilité, de la dissymétrie entre actionnaires et opérateurs et de l'opportunisme qu'ils induisent⁹⁰, mais encore entraînent une transformation profonde de la représentation comptable tendant à une sous-estimation des risques attachés à certains produits financiers⁹¹. Si la question des rémunérations des professionnels de marché relève *a priori* de la liberté des contrats et que ces interventions du gouvernement pourraient se voir reprocher leur populisme⁹², la mise en place d'un encadrement des rémunérations se justifie d'autant plus lorsque ces dernières conduisent à des conséquences négatives sur l'ensemble de l'économie. L'actualité la plus récente témoigne de cet état de fait. Les possibilités d'influence des opérateurs du *front-office* sur le montant des *bonus* confirment d'ailleurs l'urgence de la situation⁹³. Les économistes Milgrom et Roberts considèrent ainsi que dans les organisations qui se caractérisent par des activités d'influence sur les

⁸⁹ A l'échelle macro-économique, la rémunération variable des opérateurs de marchés s'avère nocive sur la stabilité des marchés, ce qu'a confirmé le président de la Banque centrale européenne à l'occasion du colloque international « *Nouveau monde, nouveau capitalisme* » à Paris le 9 janvier 2009. Egalement : R. Atkins, « Big Bonuses Add to Risk of Crisis », FinReg21, *Reforming Regulation of the 21st Century Financial Services Sector*, December 12, 2009.

⁹⁰ L. A. Bebchuk, A. Cohen and H. Spaman, « The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008 », *Discussion Paper No. 657*, Harvard Law School, February 2010 ; A. Blinder, « Crazy compensation and the crisis », *The Wall Street Journal*, May 28, 2009. Ces caractéristiques s'expliquent par le fait que les *bonus* ne sont pas des incitations financières classiques puisque ne se déclenchant qu'au-dessus d'un certain seuil de revenus. Les *bonus* sont similaires à des options attribuées gratuitement aux salariés (A. Hyungsok, J. Dewyne, P. Hua, A. Penaud and P. Wilmott, « The End-of-the-Year Bonus: How to Optimally Reward A Trader? », *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2002, Vol. 5, n°3, p.279). Le rapport de l'*Institute of International Finance* de juillet 2008 indique que les rémunérations variables des professionnels de marchés ne font que refléter la priorité donnée au profit à court terme sans prendre en compte le risque ni le revenu à long terme. Pour une vue plus nuancée sur l'influence du montant des rémunérations sur la crise financière : Nestors Advisors, « Banks Boards and the Financial Crisis », London: Nestor Advisors, 2009, *spéc.* p.95 et s. ; G. Kirkpatrick, « The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis », *Financial Market Trends*, 2009, *spéc.* p.13 et s. ; R. Fahlenbrach and R. Stulz, « Bank CEO Incentives and the Credit Crisis », *Charles A. Dice Center Working Paper 2009-13*, July 2009 ; Testimony of Kevin Murphy, United States House of Representatives, « Hearing on Compensation Structure and Systemic Risk », June 11, 2009, *spéc.* p.4 et s. ; R. B. Adams, « Governance and the Financial Crisis », *ECGI Financial Working Paper No. 248/2009*, May 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1398583>.

⁹¹ O. Godechot, « Working Rich, Salaires, *bonus* et appropriation du profit dans l'industrie financière », coll. « Textes à l'appui », La Découverte, 2007 ; O. Godechot, « L'appropriation du profit. Politiques des *bonus* dans l'industrie financière », Thèse de doctorat de sociologie sous la direction de M. Lallement, CNAM, Paris, 2004.

⁹² Les discussions entourant la taxation sont souvent l'objet de populisme (par exemple : « Taxation des banques : pragmatisme ou populisme ? », Dossier, A. Masounave (dir.), *Revue Banque*, février 2010, n°721, p.24).

⁹³ D'une part, la rémunération des lignes de métier des banques d'investissement est dépendante pour l'essentiel de l'activité des opérateurs de marché. D'autre part, la pratique des établissements financiers révèle qu'un certain nombre d'opérateurs travaillant dans le contrôle des risques n'a d'autre ambition de carrière que de rejoindre ceux qu'ils contrôlent et les premiers sont subordonnés *ipso facto* aux seconds. Aussi, la tentation de se montrer conciliant dans l'évaluation des risques est grande. Voir : O. Godechot, « Les *bonus* accroissent-ils les risques ? », dans *La crise des subprimes*, Rapport P. Artus, J.-P. Betbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blanchard, Conseil d'Analyse économique, La Documentation française, 2009, p.203, *spéc.* p.212.

supérieurs, une hiérarchie tassée des rémunérations est indispensable pour limiter l'incitation de telles activités⁹⁴.

20. Au final, bien que des interrogations demeurent, nombre d'options choisies par la France méritent d'être approuvées : absence d'une interdiction des *bonus*⁹⁵, mise en place d'un contrôle des risques au niveau global et à l'intérieur de chaque banque⁹⁶, instauration d'un *malus* (qui développe la solidarité entre les professionnels et leur entreprise et qui limite les « *mauvais* » risques en lissant sur plusieurs années les droits à *bonus*), accroissement de la transparence (qui réduit l'asymétrie informationnelle empêchant l'alignement des intérêts des parties prenantes), absence de fixation d'un plafond (qui se révèle non pertinent au vu du rôle du marché⁹⁷ et impropre à répondre au problème de structure de la rémunération⁹⁸), augmentation des impôts pour les plus hauts revenus⁹⁹ et intéressement à la gouvernance des établissements financiers¹⁰⁰ (pour éviter des gaspillages et être capable d'exercer un contrôle légitime sur les entreprises qui se sont vues accorder des financements¹⁰¹). Il doit être

⁹⁴ P. Milgrom and J. Roberts, « An Economic Approach to Influence Activities in Organizations », *American Journal of Sociology*, 1988, Vol. 94, p.154.

⁹⁵ Pour une partie de la littérature académique, les *bonus* sont sources d'innovation financière qui permet *a priori* de compléter les marchés et d'améliorer leur efficacité.

⁹⁶ De nombreuses analyses nord-américaines soulignent qu'un des facteurs explicatifs de la crise financière tient dans la faible qualité de la gestion du risque (*Senior Supervisors Group*, « Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008 », October 21, 2009, consultable au lien suivant : http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/page_1.htm, spéc. p.20 et s. ; *Basel Committee on Banking Supervision*, « Enhancements to the Basel II framework », Basel: BIS, July 2009, consultable au lien suivant : <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm> ; Nestors Advisors, *op. cit.*, p.46 et s. ; G. Kirkpatrick, *art. préc.*, p.1 et s.). Les banquiers, notamment aux Etats-Unis, ont oublié le cœur traditionnel de leur métier : l'évaluation des risques qui permet de déterminer à qui et dans quelles conditions prêter (A. Lévy-Lang, « Les rémunérations des professions financières et la crise », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2008, p.107, spéc. p.111 ; O. Godechot, « Les *bonus* accroissent-ils les risques ? », *art. préc.*, p.217).

⁹⁷ Le marché a un impact sur les politiques de rémunération des organisations. En tant qu'élément d'ajustement de l'offre et de la demande, le marché intervient quand certaines catégories d'employés sont insuffisantes par rapport à la demande ou, quand la performance d'un individu peut contribuer à la réussite d'une organisation (B. Pigé, « Gouvernance, Contrôle et Audit des Organisations », Economica, Paris, 2008, spéc. p.88). Or, tel est le cas de la finance dans laquelle la loi de l'offre et de la demande est exacerbée.

⁹⁸ L. A. Bebchuk, « Compensation Structure and Systemic Risk », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, June 11, 2009.

⁹⁹ D. Giraud, « Rémunérer les opérateurs financiers à leur juste valeur », dans *Vingt propositions pour réformer le capitalisme*, G. Giraud et C. Renouard (dir.), Flammarion, Paris, 2009, p.83, spéc. p.90 et s. Le recours à l'outil fiscal serait le moyen pour les *traders* de continuer à alimenter la névrose qui les stimule en réduisant le coût pour la collectivité (F. Fréry, « *Bonus*, la fable du talent et la réalité de la névrose », *Les Echos*, 2 octobre 2009).

¹⁰⁰ La position française fait écho à celle proposée par le Comité de Bâle dans un document consultatif publié en mars 2010 : *Basel Committee on Banking Supervision*, « Consultative Document: Principles for Enhancing Corporate Governance », March 2010, consultable au lien suivant : <http://www.bis.org/publ/bcbs168.pdf?noframes=1>. Cette centralisation sur la gouvernance est d'autant plus importante que certains avancent que la collusion naturelle entre les dirigeants et les banquiers d'affaires est à l'origine de la dérive de l'économie et de la finance (J.-F. Rérolle, « La dangerosité des bonus des banquiers d'affaires », *le blog de Jean-François Rérolle*, 18 janvier 2008, <http://www.rerolle.eu/post/2008/01/18/Les-bonus-des-banquiers-daffaires-sont-ils-dangereux>).

¹⁰¹ J. P. Charkham, « Keeping Better Company: Corporate Governance Ten Years On », Oxford University Press, 2005, spéc. p.380 et s. Rejetant l'hypothèse d'une mauvaise gouvernance dans les causes de la crise financière : D. Erkens, M. Hung and P. P. Matos, « Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide », *ECGI Finance Working Paper No. 249/2009*, December

également noté que, lorsque la France a institué sa taxation des rémunérations variables, elle a donné une portée étendue à cette mesure en visant les *traders* et les supérieurs hiérarchiques de ces professionnels. Ce sont, en effet, ces responsables qui établissent les orientations stratégiques sur le modèle de revenus de la banque, fixent les limites d'exposition aux marchés des *traders*, et contrôlent le respect, par les salles de marché, de la doctrine d'investissement de l'établissement¹⁰².

21. Si d'aucuns critiquent la position adoptée qui fait davantage appel au *soft law*, le droit français témoigne en réalité d'une construction en réseau qui mélange réglementation des autorités publiques et autorégulation des opérateurs économiques¹⁰³. En dépit de ce mélange, les normes retenues en France ont la caractéristique d'être de nature plus contraignante que celles adoptées dans les principaux pays concurrents au plan bancaire¹⁰⁴. Comme le note le professeur Prüm, l'approche française présente l'intérêt d'allier le respect impératif d'objectifs clairs à une responsabilisation des acteurs en renvoyant à des normes professionnelles sur lesquelles ceux-ci sont requis de s'entendre¹⁰⁵. Cette responsabilisation se trouve vérifiée dans le rapport de la Cour des comptes consacré aux concours publics aux établissements de crédit de mai 2010. Malgré un impact nuancé des normes sur les pratiques de rémunération, il est observé que l'application des normes au sein des établissements de crédit est globalement conforme aux normes édictées¹⁰⁶.

2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1397685> ; A. Beltratti and R. Stulz, « Why Did Some Banks Perform Better During the Credit Crisis? », *Charles A Dice Center Working Paper No. 2009-12*, Ohio State University, July 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1433502>.

¹⁰² Sénat, « Rapport sur le projet de loi, adopté par l'Assemblée nationale, de finances rectificative pour 2010 », n°278, 9 février 2010, consultable au lien suivant : <http://www.senat.fr/rap/109-278/109-2781.pdf>, *spéc.* p.186.

¹⁰³ L'intervention successive des acteurs du marchés et de l'Etat est à signaler tant la capacité de la seule autorégulation à prendre en compte toutes les composantes de l'intérêt général se pose (A. Couret, « La dimension internationale de la production du droit. L'exemple du droit financier », dans *Les transformations de la régulation juridique*, J. Clam et G. Martin (dir.), L.G.D.J., Paris, 1998, p.197). L'Etat reste indispensable en dépassant les intérêts particuliers et les forces sectorielles en présence (F. Ost et M. Van de Kerchove, « De la pyramide au réseau ? Pour une théorie dialectique du droit », Publications des facultés universitaires Saint-Louis, 2002, *spéc.* p.182). A propos de la régulation : M.-A. Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *D.*, 2004, chron., p.126 ; M.-A. Frison-Roche (dir.), *Droit de la régulation : Questions d'actualités*, numéro spécial *P.A.*, 3 juin 2002, n°110 ; M.-A. Frison-Roche, « Le droit de la régulation », *D.*, 2001, chron., p.610.

¹⁰⁴ Cour des comptes, « Les concours publics aux établissements de crédit : Bilan et enseignements à tirer », mai 2010, *spéc.* p.81. Cette différence s'explique par une approche culturelle différente de la France et du monde anglo-saxon. Ce dernier voit c'est dans l'individu le créateur de la valeur pour la collectivité, l'Etat étant perçu *ab initio* comme démotivant et étouffant la capacité créatrice des individus.

¹⁰⁵ A. Prüm, « L'état se resserre autour de la rémunération des « *traders* » et des dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement », *R.D.B.F.*, janvier-février 2010, alerte 1, p.3, *spéc.* p.4.

¹⁰⁶ Cour des comptes, *préc.*, p.85.

2) Aspects négatifs : des avancées à dépasser

22. En plus d'imposer aux professions concernées un dispositif de suivi destiné à donner corps aux engagements pris¹⁰⁷, le dispositif français se heurte à une série d'écueils qu'il convient de ne pas négliger¹⁰⁸. Le plus grave est sans doute celui énoncé dans le rapport thématique 2010 de la Cour des comptes : le maintien de la possibilité de prendre des positions tellement risquées qu'elles menacent la solvabilité d'une banque et du système financier¹⁰⁹. Sous réserve de consolider le dispositif actuel et d'élargir l'encadrement à d'autres professionnels de marché, il s'avère peu probable que les nouvelles normes aient un impact significatif sur le niveau des rémunérations.

23. En premier lieu, diverses difficultés d'application du nouveau cadre juridique français en matière de rémunération des professionnels de marché apparaissent¹¹⁰. Tout d'abord, le périmètre d'application de ces nouvelles normes est d'une portée et d'une application incertaines¹¹¹. L'arrêté de novembre 2009 s'applique aux personnels dont l'activité est susceptible d'avoir un impact significatif sur l'exposition aux risques de la banque. Selon les informations contenues dans le rapport de l'Assemblée nationale du 27 janvier 2010, les personnels concernés sont « (...) *des salariés qui engagent leur établissement employeur pour l'exercice d'une série de services et activités de marché (exécution d'ordres pour compte de tiers, négociation pour compte propre, prise ferme, placement garanti ou non garanti, opérations de change, etc.) et dont l'activité comporte des risques significatifs* ». Le Gouvernement français a précisé que plusieurs indicateurs doivent être croisés :

¹⁰⁷ J.-C. Guéry, « Rémunération des dirigeants et des professionnels des marchés : que faut-il faire ? », *Banque Stratégie*, avril 2009, n°269, p.6, spéc. p.10.

¹⁰⁸ En plus de ce celles qui sont relevées par la suite, les critiques suivantes peuvent être adressées à la position française : l'insuffisance de la transparence en matière de rémunération des opérateurs financiers, l'absence de mesure concernant les salaires, le peu d'intérêt porté au conflit d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, le non alignement du délai entourant le différé avec celui d'un cycle économique (voir : G. Dussillol, « Réforme des bonus, un processus mal engagé », *La Revue Parlementaire*, décembre 2009, n°922 ; G. Dussillol, « Bonus, stock options et Compagnies : Rémunérations des acteurs de marché et alignement d'intérêts », *Des idées pour agir, Institut Thomas More*, n°2, septembre 2009). Les conditions dans lesquelles le dispositif d'encadrement des rémunérations des professionnels de marché s'applique à certains mandataires sociaux des groupes bancaires soulèvent en sus des interrogations. Ces dernières ne seront pas analysées dans cet article (pour ces discussions : Cour des comptes, *préc.*, p.82).

¹⁰⁹ Cour des comptes, *préc.*, p.88.

¹¹⁰ Pour des réflexions complémentaires : « Quelles sanctions ? », *Les Echos*, 19 novembre 2009. En parallèle de ces interrogations entourant la sanction prévue par le texte, la mise en place d'une responsabilité financière étendue des dirigeants des établissements financiers et de leurs opérateurs de marchés est proposée par des auteurs (C. A. Hill and R. W. Painter, « Berle's Vision Beyond Shareholder Interests: Why Investment Bankers Should Have (Some) Personal Liability », *Minnesota Legal Studies Research Paper No. 09-50*, December 15, 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1510443>).

¹¹¹ A côté des incertitudes entourant le périmètre d'application, l'adaptation des contrats de travail des *traders* est posée. D'un côté, l'employeur ne peut modifier unilatéralement un contrat de travail. D'un autre côté, s'il était possible pour les *traders* de ne pas appliquer les nouvelles normes ou de revenir sur les anciennes modalités contractuelles, l'étalement des versements dans le temps et l'attachement à des indicateurs de performance à long terme s'avèreraient improductifs (Entretien de A. de Tricornot avec Thomas Mariotti, « Réconcilier la finance d'entreprise et la finance de marché », dans « Partager autrement le pouvoir dans l'entreprise », *Cahier Economie du Monde*, n°20183, 15 décembre 2009).

activité salariée liée aux marchés financiers, capacité d'engager l'entreprise (exclusion du « *back office* » et du « *middle office* »), impact significatif sur le profil de risque de l'entreprise¹¹². De plus, si les dispositions de l'arrêté et celles mises en place au plan fiscal ont le point commun de ne pas viser les fonctions de support ou de contrôle, celles-ci proposent une solution différente concernant les supérieurs hiérarchiques. Contrairement à l'arrêté de 2009, la taxation s'impose à l'ensemble des maillons de la chaîne décisionnelle et de contrôle, et non pas les seuls opérateurs, dont l'autonomie est réelle mais non absolue. La *Fédération bancaire française* reprend la même formulation que l'arrêté, mais ajoute un critère supplémentaire : sont des professionnels des marchés financiers les personnels « *dont la performance, et donc la rémunération, sont liées à des instruments de marché* ». En d'autres termes, les normes professionnelles restreignent le champ d'application de l'arrêté. Ensuite, certains éléments de l'arrêté et des normes développées par la FBF ne sont pas équivalentes. L'arrêté prévoit qu'une « *part significative de la rémunération soit variable* », disposition qui n'est pas reprise dans les normes professionnelles. Inversement, l'arrêté se contente de préciser qu'une « *fraction importante* » de la part variable doit être « *différée sur plusieurs années* », les normes de la *Fédération bancaire française* précisant qu'il s'agit d'au moins 50 % de la part variable. L'arrêté prohibe toute garantie de rémunération variable au-delà d'un an, alors que la FBF l'autorise pour une durée d'un an dans le contexte de l'embauche de professionnels. L'arrêté n'évoque la possibilité d'un *malus* qu'en cas d'enregistrement de pertes dans l'activité considérée, alors que les normes professionnelles de la FBF visent le cas plus général du non respect des conditions fixées pour le versement de la partie différée lors de l'attribution de la rémunération variable. Ces différences de rédaction peuvent ouvrir la voie à des interprétations différentes et rendent contestables le prononcé de sanctions éventuelles. En outre, les pouvoirs et la composition du comité des rémunérations soulèvent des interrogations qui ne sont pas, à l'heure actuelle, résolues. Par ailleurs, si l'Autorité de contrôle prudentiel doit effectivement examiner la cohérence des rémunérations avec le niveau de fonds propres¹¹³, l'identité des sanctions entourant les nouvelles obligations est obscure. En effet, les sanctions doivent être suffisamment élevées pour que l'investissement à consentir par la banque dans les fonctions de contrôle soit inférieur à la sanction qu'elle encourt si elle ne consent pas cet investissement. Or, il apparaît nécessaire de revoir le barème des sanctions¹¹⁴. Enfin, il peut être reproché à ces évolutions réglementaires de ne s'être que peu intéressé au problème de la mesure de la performance¹¹⁵. D'une part, l'assiette du *bonus* des traders est ambiguë : la question se pose de savoir s'il faut retenir la performance absolue du *trader* ou bien la performance relative à la classe d'actifs sur laquelle il

¹¹² « A titre illustratif, seront notamment soumises à la taxe les rémunérations variables versées aux professionnels de marché intervenant sur les marchés de change, de taux ou d'actions ou sur les marchés dérivés, que ce soit pour le compte propre de l'établissement qui les emploie ou pour compte de clients de cet établissement (« *traders* » et « *sales* » qui engagent l'établissement vis-à-vis de leurs clients) » (Assemblée nationale, « Rapport sur le projet de loi de finances rectificative pour 2010 (n° 2239) », *préc.*, p.122).

¹¹³ Article 43-3 de l'arrêté du 3 novembre 2009.

¹¹⁴ Cour des comptes, *préc.*, p.90.

¹¹⁵ M. Beauvallet, « Les Stratégies absurdes. Comment faire pire en croyant faire mieux », Le Seuil, Paris, 2009.

intervient. D'autre part, les spécialistes dénoncent le fait que les *bonus* sont, à l'heure actuelle, fonction d'une performance qui n'est mesurée qu'à travers un modèle de gouvernance actionnariale¹¹⁶. Or, n'aurait-il pas fallu que les régulateurs, en raison de leur accès à des informations détaillées, trouvent le moyen de mesurer la « juste » performance (une performance d'essence partenariale, soutenable, responsable et de long terme¹¹⁷) et de poser des limites¹¹⁸ ? A défaut de le faire, les incitations pesant sur les dirigeants et les professionnels de marchés à prendre des risques en matière d'endettement et de prêt douteux sont encore présentes¹¹⁹.

24. En deuxième lieu, le système de taxation adopté en mars 2010 contient un certain nombre de limites qui réduit *de facto* le périmètre des établissements financiers relevant de ce dispositif¹²⁰. Sont exclues les sociétés de conseil en investissement qui emploient des conseillers en investissements financiers n'intervenant pas sur les marchés ; les sociétés qui exploitent un système multilatéral de négociations, ainsi que celles qui assurent la réception, la transmission et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ; les sociétés de pur « courtage », soit les anciennes sociétés de bourse, qui par définition réalisent des opérations dans le cadre d'une intermédiation entre des investisseurs et le marché et qui ne supportent pas le risque associé à l'opération de marché ; et les sociétés de gestion de portefeuille, qui se consacrent exclusivement à la gestion d'actifs pour le compte de tiers (organismes de placement collectif en valeurs mobilières à règles d'investissement allégées et à effet de levier, organismes de placement collectif en valeurs mobilières contractuels, fonds communs de placement à risque). Un élargissement de l'encadrement des risques à l'ensemble des entreprises financières actives sur les marchés financiers permettrait pourtant une harmonisation des règles à l'ensemble des métiers de la finance et une meilleure maîtrise des risques pris par les professionnels du marché.

25. En troisième lieu, les initiatives françaises de cette fin d'année 2009 doivent s'accompagner de profonds changements en interne des banques de financement¹²¹. La mécanique de rémunération conduit à ce que ceux qui veillent à la régularité et à la sécurité des activités réalisées par les *traders* et les vendeurs avec les fonds de leur établissement sont considérablement moins bien rémunérés que

¹¹⁶ R. Pérez, « La gouvernance de l'entreprise », La découverte, 2003.

¹¹⁷ En dépit de la position ambiguë de l'administration américaine (et ses résultats critiquables au regard de ce qui était annoncé), celle-ci avait clairement affiché au cours de l'année 2009 sa volonté d'aligner la rémunération sur une performance à long-terme (« U.S. eyes bank pay overhaul: Administration in early talks on ways to curb compensation across finance », *The Wall Street Journal*, May 13, 2009).

¹¹⁸ Voir sur la difficulté de mesure : Entretien de A. de Tricornot avec Thomas Mariotti, *préc.* ; Entretien de C. Gatinois avec Thomas Philippon, « Taxons les activités bancaires les plus risquées pour le secteur financier », *Le Monde*, 23 août 2009.

¹¹⁹ Y. Biondi et N. Coutinet, « Derrière la rémunération des dirigeants, la question de la gouvernance et de la performance de l'entreprise », *R.F.G.E.* (à paraître en 2010).

¹²⁰ Sénat, *préc.*, p.174 et s.

¹²¹ Au plan externe, la mise en place d'une régulation du marché du travail des opérateurs financiers mériterait d'être discutée, même si une telle éventualité est plus qu'hypothétique notamment en raison de sa particularité (O. Godechot, « Hold-up en finance : Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *Revue française de sociologie*, 2006, Vol. 47, n°2, p.341).

ceux qui prennent des positions sur les marchés, certes potentiellement lucratives mais aussi très risquées. Les germes des dysfonctionnements récents du système financier résident dans cette situation paradoxale, où l'appât du gain est davantage récompensé que la certitude de rentabilité¹²². Ainsi, ce sont la réévaluation symbolique des métiers de la fonction « *supports* »¹²³, l'accroissement de la mobilité entre les différentes lignes de métier ou encore, la transformation de l'organisation du travail pour éviter que les acteurs des centres de profit ne s'approprient des actifs clés collectivement financés, qui sont autant de pistes à explorer pour compléter efficacement cette intervention publique¹²⁴. Dans son rapport thématique sur les concours publics, la Cour des comptes dénonce ainsi l'insuffisance de la réforme des fonctions de contrôle et la connexion entre leur rémunération et celle des professionnels de marché¹²⁵. Pour y remédier, la Cour des comptes propose une augmentation de la rémunération de la fonction de contrôle interne, une amélioration de l'équipement informatique et le développement d'un arbitrage en faveur de cette fonction de contrôle¹²⁶.

26. En quatrième lieu, une autre difficulté doit être résolue pour que les réformes françaises facilitent le développement futur de transactions équitables profitant aux parties : éviter que les instruments dérivés qui évoluent à un rythme soutenu ne servent à dissimuler, par leur complexité, des réalités que les opérateurs doivent connaître et qui ne sont maîtrisés que par une catégorie de professionnels de marchés¹²⁷. Or, cette notion de maîtrise n'est pas indifférente au débat sur les rémunérations dans l'industrie financière. Une des explications académiques avancées sur le montant des *bonus* dans les banques d'affaires tient dans la position de force qu'occupe le salarié dans la négociation salariale en raison de sa maîtrise d'actifs transférables. Les salariés contrôlèrent la rente créée et réaliserait un *hold-up*¹²⁸.

27. En dernier lieu, une réflexion concernant la formation de l'ensemble des opérateurs de marchés ne serait pas inutile¹²⁹. La technicité des produits proposés sur les marchés, la maîtrise des risques qu'il

¹²² Assemblée nationale, « Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés », *préc.* p.26 et s.

¹²³ A. Lévy-Lang, « Il faut éviter que la salle de marché se scinde entre *traders*-seigneurs et contrôleurs-manants », *Les Echos*, 20 février 2008.

¹²⁴ O. Godechot, « Les *bonus* accroissent-ils les risques ? », *art. préc.*, p.216 et s.

¹²⁵ Cour des comptes, *préc.*, p.86.

¹²⁶ *Ibid.*, p.89.

¹²⁷ J. Bichot, « Le marché financier international a besoin de (bonnes) règles », dans *Comment vivre ensemble : conditions économiques de la démocratie*, Association des Amis de François Perroux, ISEOR, Lyon, 2008, p.33. Sur le terrain de la régulation des dérivés, si les autorités européennes se montrent en retrait (*European Commission*, « Communication to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Central Bank : Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets : Future Policy Actions », COM(2009)563 final, October, 20, 2009), les Etats-Unis sont au contraire relativement actifs (Entretien de M. Prandi et M. Rosemain avec Gary Gensler, « Il faut davantage de régulation sur les dérivés », *Les Echos*, 25 septembre 2009).

¹²⁸ O. Godechot, « *Hold-up* en finance : Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *art. préc.*, p.350.

¹²⁹ « School Backlash », *Newsweek*, August 10, 2009, p.50.

convient d'avoir et la conscience des conséquences attachées à chaque prise de décision imposent *ipso facto* une connaissance transversale qui implique une formation innovante ouverte sur l'économie, les mathématiques, la finance ou l'éthique¹³⁰.

III - CONCLUSION : une remise en cause (malheureusement) trop faible des modèles sous-jacents

28. L'absence de *consensus* au plan international ne cache pas que la réaction du droit s'est faite une échelle supranationale¹³¹ seule capable d'apporter une réponse pertinente¹³². Face à des échanges financiers déterritorialisés, à des transactions entre places boursières interconnectées et instantanées, à des valeurs mobilières volatiles et dématérialisées, les territoires ont aujourd'hui disparus¹³³ et les droits nationaux se révèlent impuissants à réglementer les marchés financiers¹³⁴. Si les Etats réagissent de manière différente¹³⁵, la prise de conscience est malgré tout mondiale quant à la nécessité de mettre un terme aux dérives constatées¹³⁶. Cette marche en avant des Etats est à souligner tant cette attitude est la seule acceptable. Les Etats font face à un problème conceptualisé par la théorie des jeux. S'ils agissent tous ensemble, ils seront globalement gagnants. En revanche, celui qui prend seul l'initiative a la certitude d'être perdant car l'arbitrage réglementaire se fera en sa défaveur. Cette prise de conscience internationale se reflète en parallèle dans les changements qui caractérisent la tonalité des communiqués du G20 depuis le début de la crise financière. D'un *forum* de discussion sans pouvoirs

¹³⁰ En ce sens : D. Guégan, « Former les analystes et opérateurs financiers », dans *Vingt propositions pour réformer le capitalisme*, G. Giraud et C. Renouard (dir.), Flammarion, Paris, 2009, p.95.

¹³¹ Malgré des divergences entre les pays de l'Union européenne, il convient de constater que la plupart des régulateurs du secteur financier européens ont pris acte des conclusions du G20 et des dispositifs plus ou moins contraignants ont été adoptés.

¹³² Entretien de C. Gatinois avec Thomas Philippon, *préc.* Les flux spéculatifs risquent de désertir les zones trop réglementées pour se porter vers les marchés libres régulés par la loi de l'offre et de la demande. A ce propos, les menaces des banques américaines *Goldman Sachs* et *JP Morgan* de quitter la ville de Londres et de transférer leurs activités illustrent les risques de contre-productivité à long terme d'une réforme isolée (P. de Gasquet, « Goldman Sachs et JP Morgan étudient une parade pour leurs filiales à Londres », *Les Echos*, 7 janvier 2010).

¹³³ B. Badie, « La fin des territoires », Fayard, Paris, 1995, 4^e de couverture.

¹³⁴ L'initiative anglaise de taxer les *bonus* de la place londonienne est symptomatique de l'urgence du changement et, surtout, de sa faisabilité malgré l'idée reçue d'impossibilité.

¹³⁵ Pour certains commentateurs, l'absence d'unanimité des Etats condamnerait à terme l'efficacité des positions britanniques et françaises (G. Ugeux, « La taxation des bonus de la City est-elle une comédie et piégerait-elle Paris ?, *Blog Démystifier la Finance : Ethique et marchés*, 13 décembre 2009).

¹³⁶ Au plan européen, le rapport d'information de l'Assemblée nationale sur les rémunérations des dirigeants et des opérateurs de marchés de juillet 2009 souligne que la situation est insatisfaisante et qu'il convient d'aller de l'avant. « (...) [L]'élaboration d'un texte de droit européen dérivé encadrant plus précisément les modalités de rémunération des dirigeants d'entreprise et des opérateurs financiers contribuerait à renforcer le processus de régulation en cours de définition au sein du G 20. L'Europe ne peut plus se permettre de distorsions nationales en la matière, sauf à maintenir le système de surenchère salariale dont ont bénéficié jusqu'alors des catégories d'employés très privilégiés qui, de ce fait, ont parfois perdu le sens de leurs obligations et de leurs responsabilités. Un cadre juridique commun, le plus harmonisé possible, contribuera certainement à rompre avec cette dynamique et devrait conduire, corrélativement, les intéressés à se concentrer davantage sur l'accomplissement de leurs missions que sur les gains qu'ils peuvent espérer en retirer » (Assemblée nationale, « Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés », *préc.*, p.55).

réels, le G20 est devenu une instance capable de bâtir l'armature d'une régulation universelle des marchés financiers¹³⁷ et répond aux vœux que d'aucuns appellent depuis de nombreuses années¹³⁸.

29. Pourtant, la réflexion sur les moyens de résoudre la tempête financière doit aborder un grand nombre de champs disciplinaires¹³⁹. En effet, la responsabilité de cette tempête est professionnelle, économique, politique, idéologique, éthique et sociétale. Le montant exacerbé des *bonus* ne demeure qu'un des aspects de la crise financière et c'est, sans doute, une redéfinition du fondement économique des banques (notamment des banques de financement et d'investissement¹⁴⁰), de leur rôle et de leur fonctionnement qu'il convient d'encourager¹⁴¹. Sur le plan économique, les rémunérations élevées des professionnelles de marché traduisent l'existence d'une rente : le niveau des rémunérations s'explique par l'importance générale des profits captés par ces activités de marché, et partagés ensuite entre un petit nombre de professionnels et de cadres dirigeants. Si cette rente est jugée excessive et source de débordements qui peuvent conduire à de nouvelles crises globales comme celle de 2008-2009, une taxation des profits des banques de financement et d'investissement doit être encouragée ce qui s'avère complexe en l'absence d'un *consensus* international¹⁴². Plus globalement, comme le relève le fondateur et président exécutif du Forum économique mondial, la crise « (...) [doit] nous engage[r] à repenser l'évolution de nos systèmes de valeurs, nos normes éthiques et nos mécanismes de régulation économiques, politiques et sociaux »¹⁴³. Depuis le milieu des années 1990, les entreprises financières (mais pas seulement celles-ci) se sont transformées en profondeur. Elles sont passées d'un modèle de lieu de production d'une valeur par la continuité des flux de valeur ajoutée à un modèle où elles sont *prima facie* des collections d'actifs dont seule compte la valeur liquidative¹⁴⁴. La valeur de marché

¹³⁷ V. Charolles, « D'un automne à l'autre : les chantiers de la comptabilité », *Esprit*, novembre 2009, n°359, p.63, *spéc.* p.65.

¹³⁸ M.-A. Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque et droit*, mai-juin 1995, n°41, p.51.

¹³⁹ « Leçons d'une crise et chantiers ouverts », *Esprit*, novembre 2009, n°359, p.147 et s.

¹⁴⁰ D. Laugier, « Trop de *bonus*, trop de concurrence », *Les Echos*, 4 septembre 2009.

¹⁴¹ La reconversion des banques en courtiers des marchés financiers a rendu possible l'émergence d'un « système bancaire fantôme » (N. Roubini, « The Shadow Banking System is Unravelling », *Financial Times*, September 21, 2008). Aussi : P. Baumann et P. Degris, « Les *bonus* ne sont pas le vrai problème », *Les Echos*, 1^{er} septembre 2009 ; J. Adda, « Comment la finance est devenue folle », *Alternatives économiques*, Hors-série *La crise*, avril 2009, n°12, p.12 ; J. Couppey-Soubeyran, « Le capitalisme financier en question : Quelles banques après la crise ? », dans *Le capitalisme : mutations et diversité*, Cahier français, mars-avril 2009, n°349, La documentation française, p.77 ; M. Aglietta, « Vingt ans de mutation », dans *La guerre mondiale des banques*, O. Pastré (dir.), coll. Les cahiers, Le Cercle des économistes, P.U.F.-Descartes et Cie, Paris, 2007.

¹⁴² Cour des comptes, *préc.*, p.88. Si le G20 qui s'est réuni en Corée du Nord au mois de juin n'a pas adopté le principe de taxation des banques, le ministère français de l'économie a annoncé dans la presse le 22 juin que la France inscrira une taxe sur les banques dans son projet de loi de finances pour 2011 qui devrait être présenté fin septembre. Le même jour, les gouvernements anglais, allemand et français avaient publié une déclaration commune sur le sujet, proposant l'instauration de prélèvements sur les banques, assis sur leur bilan. Aussi : « Les Etats sont déterminés à taxer les banques, mais chacun à sa façon », *Le Monde*, 31 mars 2010.

¹⁴³ K. Schwab, « Le *bonus* des *traders* est un mauvais débat », *La Lettre de l'AFGE*, n°23, décembre-janvier 2010, p.9.

¹⁴⁴ Les normes comptables IFRS sont dénoncées précisément comme étant les instruments du capitalisme financier (par exemple : « Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier », M. Capron (dir.), *La Découverte*, Paris, 2005). Exposant les principales critiques faites aux normes IFRS : B.

reflétant les intérêts des actionnaires¹⁴⁵ et les marchés libéralisés étant *ab initio* efficaces¹⁴⁶, la maximisation de la valeur pour l'actionnaire est censée incorporer l'ensemble des intérêts des partenaires qui est contractualisé dans les prix d'équilibre de marché. La mesure de la performance des entreprises se traduit alors par une place centrale accordée au profit à court terme et au cours de bourse. Or, ce raisonnement, qui n'est pas exempt de critiques¹⁴⁷, ne semble que partiellement remis en cause¹⁴⁸. Les normes mises en place à l'échelon mondial, européen ou national ne traitent pas des causes qui sont à l'origine du haut niveau des rémunérations. Force est de constater que les discussions sur la place et le contenu de la réglementation en matière de *bonus* ont lieu dans un contexte de gouvernance actionnariale et d'efficacité des marchés. L'« économisme »¹⁴⁹ ou, ce modèle d'une conception de la réussite appuyée sur l'idée réductrice de la motivation des agents économiques, demeure largement dominant¹⁵⁰. La construction d'une comptabilisation appropriée et la remise en cause des nouvelles normes comptables internationales semblent des thèmes absents des débats. Pourtant, Bignon, Biondi et Ragot ont démontré que le modèle comptable de la juste valeur alignait les

Raffournier, Les oppositions françaises à l'adoption des IFRS : examen critique et tentative d'explication », *Comptabilité – contrôle – Audit*, numéro thématique, décembre 2007, p.21.

¹⁴⁵ A propos de la genèse de la valeur actionnariale : M. Aglietta et A. Rebérioux, « Dérives du capitalisme financier », Albin Michel, Paris, 2004, *spéc.* p.41 et s.

¹⁴⁶ Voir l'article fondateur de Fama : E. F. Fama, « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Works », *Journal of Finance*, 1970, Vol. 25, n°2, p.383.

¹⁴⁷ Critiquant la gouvernance actionnariale : L. A. Bebchuk, « How to Pay a Banker? », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 28, 2010 (<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/28/how-to-pay-a-banker/>) ; Y. Biondi, « Governing the Business Enterprise: Ownership, Institutions, Society », proceedings of the EAEPE Conference at the CNAM of Paris, 22-23 May 2008, *CLPE Research Paper No. 13/2009* (<http://ssrn.com/abstract=1440889>). Aussi : « Partager autrement le pouvoir dans l'entreprise », Cahier Economie du Monde, n°20183, 15 décembre 2009 ; A. Rebérioux, « Le capitalisme financier en crise : Questions autour d'un modèle de crédit et de gouvernance d'entreprise », dans *Le capitalisme : mutations et diversité*, Cahier français, mars-avril 2009, n°349, La documentation française, p.63 ; Conseil d'Analyse Stratégique, « Analyse : Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ? », *Note de Veille*, n°120, janvier 2009 ; J. Caby et G. Hirigoyen, « Création de Valeur et Gouvernance de l'Entreprise », Economica, Paris, 2005. Critiquant l'efficacité des marchés : V. Mignon, « Les ambiguïtés de l'efficacité informationnelle des marchés financiers », dans *Regards croisés sur l'économie*, Comprendre la finance contemporaine, mars 2008, n°3, La Découverte, p.104 (voir l'intéressante bibliographie à la fin de cet article).

¹⁴⁸ A l'instar de ce que note M. Gréau (J.-L. Gréau, « L'avenir du capitalisme », Gallimard, Paris, 2005, *spéc.* p.289), une remise en cause est-elle possible alors que la communauté des affaires sacrifie toujours au culte de l'idole américain qui se caractérise par une place fondamentale des concepts de finance et de mondialisation ?

¹⁴⁹ A. Jacquart, « J'accuse l'économie triomphante », Calmann-Lévy, Paris, 1995, *spéc.* p.35 et s.

¹⁵⁰ La théorie du choix rationnel repose sur des présupposés théoriques et comportementaux : l'individualisme méthodologique (les phénomènes sociaux reposeraient sur les comportements, motivations et attitudes de l'individu et de lui seul), le rationalisme (chaque action, chaque comportement serait un choix individuel fait dans le cadre d'un processus rationnel), l'instrumentalisme (les actions individuelles seraient expliquées à la lumière de leurs conséquences), l'égoïsme (les individus se préoccuperaient des conséquences de leurs actions avant tout parce qu'ils les subissent) et le principe d'optimisation (les individus feraient des choix de manière à maximiser leur bénéfice individuel). Sur cette théorie : Collectif, « La théorie du choix rationnel contre les sciences sociales ? Bilan des débats contemporains », *Sociologie et Sociétés*, 2002, Vol. 34, n°1, p.3. Pour des critiques, voir : A. Lacroix, « Critique de la raison économiste », Liber, Montréal, 2009 ; M.-O. Padis, « Les mauvais calculs de l'homme économique », *Esprit*, juin 2009, n°355, p.69, *spéc.* p.70 et s. Egalement le dossier « Dans la tourmente (1). Aux sources de la crise financière », *Esprit*, n°348, novembre 2008.

performances économiques de l'entreprise sur la performance financière¹⁵¹. Preuve supplémentaire de l'incomplétude des discussions, l'influence des investisseurs (notamment les investisseurs professionnels gérant des épargnes collectives) sur la structure des rémunérations (et leurs liens avec le risque) fait l'objet de peu d'analyses. Bien qu'un renforcement de la gouvernance des établissements financiers et des entreprises d'investissement soit l'un des outils de la régulation, la particularité de cette gouvernance¹⁵² et le rôle de la demande des investisseurs eux-mêmes dans la prise de risques¹⁵³ ne sont que peu abordés. Renforcer la gouvernance mettra-t-elle fin à ces demandes ? Rien n'est moins sûr ... Au vu de ce qui se dessine en France et dans d'autres pays, nous pouvons douter de la modification des mécanismes de récompense des professionnels du marché tant que demeure ancrée une focalisation des dirigeants et des professionnels du marché sur les résultats trimestriels et l'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise¹⁵⁴. Dans son rapport du 2 juin 2010, la Commission européenne relève en ce sens qu'une réforme dans le secteur financier ne peut être couronnée de succès que si ce secteur change véritablement de mentalité quant à la manière dont il conçoit les incitations pour les membres de son personnel à tous les niveaux de la hiérarchie. Aucune réforme financière crédible ne pourra être promulguée sans responsabiliser l'ensemble des acteurs qu'ils soient opérateurs, régulateurs ou superviseurs. Or, les établissements financiers ont un véritable intérêt à perpétuer une culture de primes à court terme pour maintenir une flexibilité élevée sur le lieu de travail¹⁵⁵. Pourtant, ne fallait-il pas voir dans la crise le signe d'un basculement du monde dans lequel la finance devrait être construite autrement¹⁵⁶ ? Le secteur financier ne devrait-il pas à l'avenir répondre aux besoins de l'économie réelle, contribuer à une croissance durable et faire preuve d'une responsabilité sociale maximale¹⁵⁷ ? Au lieu d'être une fin en soi, la finance ne devrait-elle pas être mise (remise serait sans doute plus exacte) au service de l'économie ?

¹⁵¹ V. Bignon, Y. Biondi et X. Ragot, « Une analyse économique de la « juste valeur » : L'évolution des principes comptables dans la réglementation européenne », avec un commentaire de R. Baker (Cambridge University Press, IASB Scientific Committee) et la réponse des auteurs, Centre Cournot pour la Recherche en Economie, *Prisme*, n°4, Mars 2009.

¹⁵² P. O. Mülbert, *art. préc.*, p.10 et s.

¹⁵³ I.-H. Cheng, H. Hong and J. Scheinkman, « Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking », December 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1502762>, *spéc.* p.33 et s.

¹⁵⁴ H. Mintzberg, « No More Executive Bonuses! The problem isn't that they are poorly designed. The problem is that they exist », *The Wall Street Journal*, November 30, 2009.

¹⁵⁵ Les primes à court terme impliquent des contrats de travail à court terme. En ayant la possibilité de diminuer le nombre de membres du personnel à volonté, les établissements financiers renforcent la concurrence au sein du personnel et préservent le niveau des primes collectives dans le cadre de cette culture de mobilité (European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *préc.*, p.11).

¹⁵⁶ C. de Perthuis et J.-P. Petit, « La finance, autrement », PRESAGE, Dalloz, Paris, 2005. Ceci d'autant plus que le droit (F.-G. Trébulle, « Stakeholder Theory et droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés*, 2006, n°123, p.1337 et 2007, n°1, p.7) et la comptabilité (C. Prat dit Hauret et I. Tchoutourian, « Guide des bonnes pratiques en matière de gouvernance et « Sustainability framework » : l'orientation de l'*International Federation of Accountants* vers un « capitalisme stakeholder » », *R.D.B.F.*, juillet-août 2009, étude 17, p.17) consacrent une place nouvelle aux parties prenantes et appellent à redéfinir le concept de valeur.

¹⁵⁷ En ce sens : European Parliament, « Resolution on Deontological Questions related to Companies' Management », *préc.*

Les résultats d'une enquête menée par le journal *Financial Times*, publiés le 5 janvier 2010, confirment malheureusement la crainte de l'insuffisance de la réaction des législateurs sur ce terrain¹⁵⁸ (et, en parallèle, l'échec avoué du gouvernement britannique)¹⁵⁹. En effet, les banques de la place financière londonienne ont affirmé préférer payer la nouvelle taxe sur les *bonus* plutôt que différer ou réduire les primes de fin d'année. Or, ce maintien du niveau des *bonus* distribués par les établissements financiers signifie que l'idée, que ce sont les acteurs du marché de capitaux qui créent la richesse économique, demeure ancrée¹⁶⁰. De même, l'affirmation par les banques que la pratique des *bonus* ferait partie intégrante de la culture des places boursières¹⁶¹ renforce ce bilan mitigé sur les conséquences futures de l'évolution du cadre réglementaire. L'annonce du maintien d'une rémunération élevée des opérateurs de marchés au travers d'une augmentation massive de la partie fixe des salaires, malgré une limite de la part variable, alimente un discours du retour au business *as usual* et démontre le décalage entre le monde financier et la Société¹⁶². Plus récemment, le rapport de la Commission européenne sur la mise en œuvre de sa recommandation 2009/384/CE sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers observe que les établissements financiers mettent en place une communication externe et un « *marketing tactique* » de certaines modifications de la politique de rémunération, mais ne rendent disponibles que très peu ou pas d'informations en ce qui concerne la rémunération individuelle à un niveau inférieure et sa structure¹⁶³. S'ajoute à ce scepticisme l'observation faite par la Cour des comptes dans son rapport

¹⁵⁸ Aussi bien en Grande-Bretagne qu'en France, un sondage de janvier 2010 démontrait que seulement un quart du public croyait dans l'efficacité du dispositif de taxation des *bonus* (« Banques : convergence d'opinion sur la taxe sur les *bonus* des banquiers », *Le Monde*, 19 janvier 2010).

¹⁵⁹ « UK Fails to Alter Bank Bonus Culture », *Financial Times*, January 5, 2010. Contrairement à l'affichage public, les établissements financiers établis sur la place londonienne n'ont que peu révisé leurs politiques. A ce titre, *Morgan Stanley* est accusée de pratiques déloyales, offrant des *bonus* garantis de plus d'un an, pratique expressément prohibée par le G20. En comparaison, les banques françaises adoptent un comportement différent de celui de leurs voisines britanniques. Ainsi que le révèle une étude du journal *Le Monde*, si les montants des *bonus* octroyés en 2009 restent spectaculaires, les établissements ont mis en place les nouveaux principes de rémunération fixés par le G20 avec rigueur. La partie des *bonus* versée au comptant est bien moindre qu'avant la crise, celle différée est à la fois plus importante et aléatoire, versée sous conditions de performances (C. Gatinois et A. Michel, « Près de 2 milliards d'euros de *bonus* pour les *traders* des banques françaises », *Le Monde*, 11 mars 2010).

¹⁶⁰ Confirmant ce point, il peut être relevé que, le 19 juillet 2010, le responsable de l'examen des pratiques salariales du secteur financier a déclaré que dix-sept groupes financiers avaient fait preuve d'un manque de discernement dans le versement de *bonus* pour un total de 1,6 milliard de dollars entre fin 2008 et février 2009. En doctrine : L. A. Bebchuk and H. Spamann, « Regulating Bankers' Pay », *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641*, October 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1410072>.

¹⁶¹ M. Golla, « Wall Street défend les *bonus* comme partie intégrante de sa culture », *L'Agefi*, 19 novembre 2009.

¹⁶² Les professionnels de la finance sont près de 60 % à avoir bénéficié d'une hausse de leur salaire fixe en 2009 selon une enquête réalisée par eFinancialCareers.fr menée auprès de 387 collaborateurs basés en France. Ce pourcentage se compare à des niveaux de 64 % et 51 % en Angleterre et en Allemagne, selon des enquêtes menées parallèlement par le site d'offres d'emplois. L'augmentation moyenne des salaires fixes en France est de 12 % (V. Deneuille, « Les banques françaises ont augmenté les salaires fixes sur les marchés », *L'Agefi*, 19 mars 2010). Ce comportement confirme le sondage TNS Sofres/Logica publié dans *Le Monde* du 1^{er} décembre 2009 révélant la crainte exprimée par 74% des français ne croyant pas que la crise va changer le comportement des dirigeants économiques et financiers.

¹⁶³ European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *préc.*, p.12.

publié en mai 2010 que « (...) le ralentissement observé dans les enveloppes de bonus versées en 2010 par rapport aux niveaux qu'elles auraient pu atteindre, résulte moins de l'application stricte des nouvelles normes que d'un contexte général »¹⁶⁴.

30. Si la sphère financière a été gravement mise en cause par la survenance des turbulences économiques et que les Etats cherchent les supports nécessaires à l'édification d'un nouveau paysage, ces derniers doivent tout à la fois asseoir une action économique ferme (reste encore à définir laquelle¹⁶⁵) et adopter une démarche prudente pour ne pas être ni capturés¹⁶⁶, ni soumis à la tyrannie des marchés¹⁶⁷. Cette action gouvernementale rappelle les propos d'auteurs soulignant le rôle stratégique des interventions publiques pour contrecarrer les limites liées à la seule régulation de l'économie¹⁶⁸ et le risque inhérent au développement de l'utopie d'un monde qui peut se passer de l'Etat¹⁶⁹ et ce, d'autant plus que le comportement des professionnels de marché a eu de lourdes conséquences sociales¹⁷⁰. « *La crise qui s'étale sous nos yeux aura au moins eu cette vertu : rappeler – contrairement à ce que la vulgate libérale et ses représentants ont martelé au cours des deux ou trois dernières décennies – que les marchés ne sont pas auto-régulateurs et que seuls des ensembles codifiés et cohérents de formes institutionnelles nouées autour de lui peuvent donner au capital une*

¹⁶⁴ Cour des comptes, *préc.*, p.89.

¹⁶⁵ Des modèles économiques et politiques de croissance sont à réinventer (« A la recherche d'un modèle de croissance », Entretien avec M. Aglietta et A. Lipietz, *Esprit*, novembre 2009, n°359, p.28, *spéc.* p.37). Quant au contenu du droit *stricto sensu*, le développement du droit souple paraît être une démarche pertinente notamment dans le contexte de crise actuelle (M. Mekki, « Propos introductifs sur le droit souple », dans *Le droit souple*, Association Henri Capitant, Dalloz, Paris, 2009, p.1).

¹⁶⁶ La rétrospective de la crise financière démontre que l'Etat (notamment américain) s'est trouvé sous la pression de puissants *lobbies* qui l'ont conduit à être capturé (B. du Marais, « Crise de la régulation ou « capture du législateur » ? », dans *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Paris, 2009, p.89 ; C. Lequesne-Roth, « Retour sur la crise des « subprimes » – Autopsie d'une déraison d'Etat », *R.I.D.E.*, 2009, n°2, p.219). L'action de l'Etat a été reconfigurée en fonction des modèles de fonctionnement de l'économie néolibérale (voir le dossier « Dans la tourmente (2). Que fait l'Etat ? Que peut l'Etat ? », *Esprit*, n°349, décembre 2008). Or, cette capture a entraîné le fait que les difficultés rencontrées par l'Etat ont mis en péril le système économique et social qu'il était censé préserver (J. K. Galbraith, « The Predator State : How Conservatives Abandoned the Free Market and Why Liberals Should Too », Free Press, New-York, 2008). Utilisant la notion d'« économie de marchés financiers libéralisée » pour caractériser les politiques étatiques en faveur de la finance : M. Aglietta, « Macroéconomie financière », tomes 1 et 2, La Découverte, Paris, 2005. Si l'exploitation pendant un temps de la seule piste d'une taxation des *bonus* amène à se demander si les Etats français et britanniques n'ont pas été capturés par les établissements financiers, l'ampleur des mesures adoptées par la suite (du moins essentiellement en France) minimise ce constat.

¹⁶⁷ H. Bourguinat, « La tyrannie des marchés : essai sur l'économie virtuelle », Economica, Paris, 1995.

¹⁶⁸ Selon Rajan et Zingales, un certain nombre d'économistes oublie de reconnaître que les marchés ne peuvent prospérer sans la très visible main du gouvernement et que celle-ci est nécessaire pour installer et conserver une infrastructure permettant aux commerçants de commercer librement et en toute confiance (R. G. Rajan and L. Zingales, « Saving Capitalism From the Capitalist », Princeton University Press, 2003). L'histoire du XIX^{ème} siècle à 2008 n'enseigne-t-elle pas que la réglementation évite les crises financières (M. Reinhart and K. S. Rogoff, « Banking Crisis : an Equal Opportunity Menace », *NBER Working Paper*, n°14587, December 2008) ? Keynes a été un des premiers auteurs à mettre en lumière le rôle de la coordination et de la régulation pour éviter au capitalisme de trébucher (par exemple : J.-M. Keynes, « La pauvreté dans l'abondance », Gallimard, Paris, 2002). Egalement : D. Plihon, « Le nouveau capitalisme », La Découverte, Paris, 2004, *spéc.* p.77 et s.

¹⁶⁹ A. Supiot, « *Homo Juridicus* : Essai sur la fonction anthropologique du Droit », Seuil, Paris, 2005.

¹⁷⁰ L. A. Bebachuk, « Why Financial Pay Shouldn't be Left to the Market? », *Project Syndicate*, August 18, 2009.

relative stabilité »¹⁷¹. Alors que la construction de la norme en matière financière ne semblait plus relever de la compétence des Etats¹⁷² et que ceux-ci avaient abandonné aux disciples du marché le rôle de régulateur¹⁷³, une modification s'opère¹⁷⁴ et le droit paraît avoir un rôle déterminant dans l'après-crise¹⁷⁵. Il n'est possible de limiter la portée contraignante de la réglementation que dans la mesure où un comportement irréprochable (gouvernance) est exigé et obtenu de la part de toutes les parties prenantes. Dans cette mutation fondamentale, une responsabilité particulière incombe à ceux qui ont très largement profité activement, passivement et parfois indument des dérives des deux dernières décennies au détriment des plus démunis¹⁷⁶. La crise et les interrogations sur le rôle du droit mettent en lumière les écrits de Braudel qui souligne que le capitalisme ne triomphe que lorsqu'il est « *dans* » l'Etat¹⁷⁷. Confirmant cet état de fait, la Commission européenne conclut son bilan de l'application par les Etats membres de sa recommandation 2009/384/CE sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers en écrivant « (...) *qu'il est peu probable [que les établissements financiers] entreprennent une réforme générale à long terme de la politique de rémunération avant que la législation en attente dans ce domaine ne soit adoptée* »¹⁷⁸. En clôturant le colloque « *La justice face à la crise* » organisé par la Cour d'appel de Paris le 8 décembre 2009, le Garde des Sceaux n'avait-il pas affirmé qu'il était temps de repenser le rôle de la loi et que la norme juridique ne devrait plus à l'avenir s'effacer au profit des exigences des marchés financiers. L'Etat qui a perdu une bonne part de sa souveraineté trouve ici un nouveau rôle : la responsabilité pour la communauté humaine¹⁷⁹.

¹⁷¹ B. Coriat, « L'installation de la Finance en France. », *Revue de la régulation* [En ligne], 2^{ème} semestre 2008, n°3/4, mis en ligne le 6 janvier 2009, consulté le 31 juillet 2009, <http://regulation.revues.org/index6743.html>.

¹⁷² F. Ost et M. Van de Kerchove, *op. cit.*, p.114. Sur le pluralisme caractérisant la construction de la norme moderne : K. Benyekhlef, « Une possible histoire de la norme : Les normativités émergentes de la mondialisation », Les Éditions Thémis, Montréal, 2008, *spéc.* p.42 et s.

¹⁷³ En dernier lieu : S. Chassagnard-Pinet et D. Hiez, « Le système juridique français à l'ère de la contractualisation », dans *La contractualisation de la production normative*, S. Chassagnard-Pinet et D. Hiez (dir.), Dalloz, Paris, 2008, p.3. Egalement : E. Wymeersch, « L'autorégulation dans le domaine financier », dans *L'autorégulation*, X. Dieux et al. (dir.), Bruylant, Bruxelles, 1995, p.171.

¹⁷⁴ La réaction de pays tels que les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne témoigne de l'évolution qui est en train de se produire, tant la surveillance des entreprises et des établissements financiers était considérée jusqu'alors comme relevant de la compétence du marché (E. de Keuleneer, « Aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions acquisitions », dans *L'entreprise surveillée : L'éthique, la responsabilité sociale, le marché, la concurrence, les nouveaux acteurs*, Bruylant, 2003, p.49, *spéc.* p.82 et s.). En France : A. Landrot, « Les questions bancaires vont animer la rentrée parlementaire française », *L'Agefi*, 5 janvier 2010.

¹⁷⁵ « Le droit et ses praticiens : un rôle déterminant dans l'après-crise », *Journal des sociétés*, n°70, novembre 2009, p.5.

¹⁷⁶ En ce sens : P. Goldschmidt, « Crise financière et populisme : un cocktail détonant ! », *Institut Thomas More*, 15 juillet 2010, consultable au lien suivant http://institut-thomas-more.org/pdf/442_fr_ArtPG-Juillet2010-Fr.pdf.

¹⁷⁷ F. Braudel, « La dynamique du capitalisme », Flammarion, 2008, *spéc.* p.68.

¹⁷⁸ European Commission, « Report on the Application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *préc.*, p.12.

¹⁷⁹ La puissance moins la souveraineté donne lieu à la responsabilité (B. Badie, « De la souveraineté à la capacité de l'Etat », dans *Les nouvelles relations internationales. Pratiques et théories*, M.-C. Smouts (dir.), Presses de Sciences-Po, Paris, 1998, p.37, *spéc.* p.54).

La sécurité financière, enjeu majeur de la globalisation actuelle¹⁸⁰, est à ce prix ... d'autant que le capitalisme n'est sans doute pas aussi antinomique à l'éthique¹⁸¹ en dépit de ce que certains clament¹⁸².

¹⁸⁰ Si le développement de la finance n'est pas une réalité nouvelle et date du milieu du XIX^{ème} siècle, la phase contemporaine de globalisation financière a ses propres caractéristiques : une explosion des mouvements internationaux de capitaux à court terme, à caractère hautement spéculatif, qui, passant d'une monnaie à l'autre et ignorant les frontières, tendent à déstabiliser les marchés et les économies, et menacent en permanence les entreprises et les gouvernements (D. Plihon, « La sécurité financière, un enjeu majeur », dans *Les désordres de la finance : Crises boursières, corruption, mondialisation*, D. Plihon (dir.), Universalis, 2004, p.7, spéc. p.7).

¹⁸¹ Certains dirigeants des grands établissements financiers étrangers (*Lloyds Banking Group, Barclays et Royal Bank of Scotland*) n'ont-ils pas annoncé dans la presse avoir renoncé à leur *bonus* ? Sur ce point, le rapport de M. Philippe Marini au Sénat souligne que la « *moralisation* » n'est pas un objectif exclu de la taxation des *bonus* (Assemblée nationale, « Rapport sur le projet de loi de finances rectificative pour 2010 (n° 2239) », *préc.*, p.185). L'éthique ne serait-elle pas une réponse pertinente à l'« *économisme* » (en ce sens : A. Lacroix, *op. cit.*, p.170 et s.) ? Voir aussi : R. Leblanc, « Les enjeux éthiques de la crise », dans *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Paris, 2009, p.211, p.227 ; J.-P. Maréchal, « Ethique et économie. Une opposition artificielle », P.U.R., Rennes, 2005 ; « Ethique et capitalisme », D. Dupré (dir.), Economica, Paris, 2002.

¹⁸² Par exemple : A. Comte-Sponville, « Le capitalisme est-il moral ? », Albin Michel, Paris, 2004.